

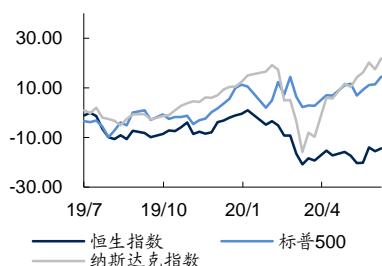
港股
2020年下半年港股投资策略
超配

(维持评级)

2020年07月06日

一年该行业与恒生指数、标普500、纳指走势比较

海外市场专题



全面牛市在路上

● 全球：疫情越烦恼，流动性越充盈

我们面临的是美国/全球历史上最大规模的政府+央行干预，从某种意义上说，疫情越是维持，这种干预的持续性越强，力度越大；低利率的环境至少持续到明年年底，这对权益类市场的估值提升是有帮助的。首先，成长股的估值受益更大，其次，价值股的估值也会受益，再其次，有成长特征的国家经济体尤其受益；

美联储誓言兜底，在经济周期的图谱中，可以用费雪方程式 MV 的同比序列观察，结论是本次美国不再有经济萧条，同时，美元中期走弱，人民币汇率走强；由于发展中国家除中国外的疫情还在持续，因此金砖国家中，中国的吸引力变得尤为显著。从数据来看，IMF 和 OECD，对中国 GDP 的预期较我们的理解低很多，这可能显著的低估了下半年中国经济的韧性。

● 国内：周期扩张与革故鼎新

周期扩张：按照基钦周期的扩张期历史约为 26 个月，本轮中国经济复苏将持续到 2021 年 11 月至 2022 年的 4 月。因此，随着 ROE 的见底反转（注意是“反转”），无论是 A 股还是港股，将会迎来与 2019 年、2020 年上半年不同的景象，市场将不再扭捏，而将在三季度、四季度加速上涨！

革故鼎新：1、中国经济进入新常态使得大多数行业的周期性波动的特征正在减弱，ROE 的稳定性提升；2、新型城镇化的目标在长远，增加了周期性行业价值化的信仰；3、眺望未来 15 年基本实现现代化的目标，新技术突围是中华民族实现伟大复兴的必由之路；4、疫情使得新生活方式的蓬勃发展，更加强化了互联网龙头企业的核心竞争力和价值。因此，这些革故鼎新的深刻变化，决定了股市的格局是全面牛市而非结构性牛市。

● 港股投资建议：全面牛市在路上

我们维持 2021 年恒指站上 40000 点大关的判断，年内 30000-33000 点可期。我们认为：1、周期上游先做预期修复，业绩/估值共振的机会在明年；2、看好以房地产/物业、汽车、家电、餐饮/旅游、造纸、纺织服装、教育、机械为代表的周期中下游复苏的机会；3、持续看好互联网、云计算/SAAS、芯片、消费电子的投资机会；4、预期 Q4 通胀转向，保险、银行的机会均可期；5、基于对全面牛市格局的判断，H 股券商将成为最大的黑马。

● 风险提示

宏观经济复苏低于预期的风险，疫情反复的风险，中美贸易关系的不确定性，科技战的风险。

相关研究报告：

《半导体行业快评：本轮“牛市两个代表”——中芯国际和华虹半导体》——2020-07-03
 《半导体行业快评：半导体制造大年，买入并坚定持有中芯国际与华虹半导体》——2020-06-23
 《港股 6 月投资策略：全面牛市的预演》——2020-06-11
 《科技商业模式专题研究之四：EDA 软件是易守难攻的好生意》——2020-06-11
 《科技商业模式专题系列研究之三：半导体“地摊经济”模式行不通》——2020-06-05

证券分析师：王学恒

电话：010-88005382
 E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002

证券分析师：何立中

电话：010-88005322
 E-MAIL: helz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516110003

证券分析师：荣泽宇

电话：010-88005307
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060003

证券分析师：丁诗洁

电话：0755-81981391
 E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040004

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

全球：疫情越烦恼，流动性越充盈	6
一、“失控”与否取决于态度.....	6
谁控制住了？.....	6
谁在创新高？.....	9
二、降息后权益资产的定价重估，成长优先.....	10
三、美联储誓言“兜底”的深远影响.....	12
疫情越烦恼，流动性越充盈.....	12
美元的走弱，人民币的走强.....	15
四、印度、巴西股市的吸引力的下降.....	16
五、小结：风景独好.....	18
国内：周期扩张与革故鼎新	18
基钦周期的扩张.....	18
革故鼎新.....	23
一、新常态：我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段.....	23
二、新型城镇化：还有 10-15 年的中高速增长期.....	25
三、新技术突围：时不我待.....	27
四、新生活方式：疫情改变了我们的生活方式.....	27
港股：全面牛市在路上	31
维持此前预测，2021 年恒指站上 40000 点.....	31
周期与板块的关系.....	31
估值有望提升的板块弹性更大.....	33
部分重点方向概述.....	36
非银金融：全面牛市中高贝塔.....	36
银行：让利、息差压缩空间有限，估值足够安全的顺周期品种.....	38
周期中下游：以房地产、汽车、机械、造纸为代表的行业转暖.....	39
周期上游：库存紧俏+预期复苏带来的超跌反弹，Q4-明年确认反转.....	43
互联网：本地生活、云、金融科技及游戏出海均迎来蓬勃发展.....	44
电子：5G 新技术推动手机升级，疫情过后半导体持续复苏.....	50
教育：把握长期优质赛道的龙头机遇.....	52
纺织服装：看好龙头韧性，分享运动成长.....	53
博彩：每一次经济复苏都有良好表现.....	57
风险提示.....	58
国信证券投资评级	61
分析师承诺	61
风险提示	61
证券投资咨询业务的说明	62

图表目录

图 1: 全球新增病例.....	6
图 2: 新冠疫情死亡率.....	6
图 3: 西方主要发达国家新增病例.....	6
图 4: 韩国、日本的新增病例.....	7
图 5: 群体感染事件.....	8
图 6: 群体性感染的幂律分布.....	8
图 7: 全国病例当日新增.....	8
图 8: 全国重症病例当日新增.....	8
图 9: 美国病例当日新增.....	9
图 10: 巴西病例当日新增.....	9
图 11: 印度病例当日新增.....	9
图 12: 墨西哥病例当日新增.....	9
图 13: 南非病例当日新增.....	10
图 14: 孟加拉病例当日新增.....	10
图 15: 哥伦比亚病例当日新增.....	10
图 16: 印度尼西亚病例当日新增.....	10
图 17: 联邦基金目标利率.....	11
图 18: 联邦基金目标利率长期.....	11
图 19: 美国 M2 同比.....	13
图 20: 美国货币流通速度.....	13
图 21: 经济周期的另一个观测工具: 美国 MV 的同比.....	13
图 22: 美联储资产新增 (万亿美元).....	14
图 23: 美联储资产 (万亿美元).....	14
图 24: 欧洲央行资产新增 (万亿欧元).....	14
图 25: 欧洲央行资产 (万亿欧元).....	14
图 26: IMF 预测的 GDP 增速.....	15
图 27: OECD 预测的 GDP 增速.....	15
图 28: 金砖五国 GDP 预测 (IMF).....	16
图 29: 金砖五国 GDP 预测 (OECD).....	16
图 30: 美元兑卢比汇率.....	16
图 31: 印度 GDP 从去年开始走弱.....	16
图 32: 巴西遭遇 120 年最严重的衰退.....	17
图 33: 一般政府总债务占 GDP 比例.....	17
图 34: 经常项目差额占 GDP 比例.....	17
图 35: 2013 年以来经常项目差额占 GDP 比例.....	18
图 36: 经济周期部分指标的领先滞后关系.....	19
图 37: M2 同比.....	19
图 38: 社融同比.....	19
图 39: M1 同比.....	19
图 40: 工业增加值同比.....	19
图 41: 发电集团煤耗同比.....	20
图 42: 工业企业利润累计同比.....	20
图 43: 商品房销售面积同比.....	20
图 44: 汽车销量同比.....	20
图 45: 水泥产量累计同比.....	20
图 46: 粗钢产量同比.....	20
图 47: PPI 走势.....	21
图 48: ROE 走势.....	21
图 49: 上证指数走到了收敛形态的末期而成功突破.....	22
图 50: 新常态下我国经济发展的主要特点.....	24
图 51: 2018 年各国的农村人口比例.....	26
图 52: 经济发展与城镇化率的关系.....	26
图 53: 远程办公产品周人均单日使用时长增长率.....	29
图 54: 远程办公产品周人均单日使用次数增长率.....	29
图 55: 2020 年典型直播 APP 日活用户规模.....	29
图 56: 远程办公产品周人均单日使用次数增长率.....	29
图 57: 手 3 月底游周日均活跃用户规模复合增速 Top10.....	30

图 58: 3 月底手游周人均单日时长及使用次数.....	30
图 59: 2020 年 3 月细分行业用户总使用时长同比增量 Top10.....	30
图 60: 恒指历史 PB.....	31
图 61: 板块复苏的先后关系.....	32
图 62: 港股通标的行业分布.....	33
图 63: 港股通各行业 PB 分位 (2016-今).....	34
图 64: 100 亿市值以上港股通标的行业分布 (237 家).....	34
图 65: 100 亿市值以上港股通各行业 PB 分位 (2016-今).....	35
图 66: 100 亿市值以上港股通各行业 PE-TTM 分位 (2016-今).....	35
图 67: 100 亿市值以上的港股通各行业 PE/PB 分位 (2016-今).....	36
图 68: 1952 年至今中国人口自然增长率.....	41
图 69: 发达国家保有量/销量水平大多在 12-15 倍区间.....	41
图 70: 伦敦铜报价.....	43
图 71: 伦敦铝报价.....	43
图 72: CRB 金属指数.....	44
图 73: 阿里巴巴 VS 美团点评线下本地生活布局.....	45
图 74: 2020 年中国本地生活服务市场规模有望超过 1.3 万亿 (亿元, %).....	45
图 75: 我国公有云 VS 私有云市场规模及预测.....	46
图 76: 阿里云 VS 亚马逊云营收及增速 (亿元, %).....	46
图 77: 2016-2019 移动支付行业规模及增速 (万亿).....	47
图 78: 历年社会消费品零售总额线上/线下占比.....	47
图 79: 腾讯金融科技业务收入及毛利估算 (亿元, %).....	47
图 80: 2017-2022E 年全球游戏市场按终端划分.....	48
图 81: 2015-2022E 年全球移动游戏市场规模及增速.....	48
图 82: 阿里巴巴各季度核心电商收入及增速 (亿元, %).....	49
图 83: 阿里巴巴活跃买家数及季度增量 (百万).....	49
图 84: 阿里巴巴季度货币化率 (%).....	50
图 85: 阿里巴巴年度货币化率 (%).....	50
图 86: 20Q1 全球手机销量统计.....	51
图 87: 5G 手机出货量快速增长.....	51
图 88: 全球半导体年度销售增速 (%).....	52
图 89: 全球半导体季度销售增速 (%).....	52
图 90: A 股大盘与板块指数年初至今行情走势.....	54
图 91: 港股大盘与板块指数年初至今行情走势.....	54
图 92: 美股大盘与板块指数年初至今行情走势.....	54
图 93: 台股大盘与板块指数年初至今行情走势.....	54
图 94: A 股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数年初至今行情表现.....	54
图 95: 限上整体与服装零售额当月同比.....	55
图 96: 限上整体与服装零售额累计同比.....	55
图 97: 网上实物商品与穿类商品累计同比.....	55
图 98: 运动鞋服阿里线上当月销售额同比.....	55
图 99: 中国与越南纺织服装出口金额当月同比.....	56
图 100: 亚洲纺服主要出口地 PMI 与中国出口新订单 PMI.....	56
图 101: 柯桥纺织景气指数.....	56
图 102: 国内与国际棉价趋势.....	56
图 103: 澳门博彩毛收入 VS PPI VS 工业企业利润总额同比.....	58
图 104: 澳门博彩毛收入 VS 商品房销售面积同比增速.....	58

表 1: 80 年代以来, 单次降息超过 50BP 只有 5 次.....	10
表 2: 美国经济指标预期.....	11
表 3: 零增长模型下的目标价敏感度.....	11
表 4: 固定增长模型下的目标价敏感度.....	12
表 5: GDP 与城镇新增就业的关系.....	16
表 6: 中国的基钦周期.....	23
表 7: 各行业 ROE 的稳定性在明显提升.....	25
表 8: 国产芯片占有率.....	27
表 9: 疫情期间外卖和到店 O2O 行业及主要上市公司业绩情况.....	28
表 10: 港股通市值分布.....	34
表 11: 重点非银行公司估值.....	38
表 12: 重点银行业公司估值.....	39
表 13: 重点房地产行业公司估值.....	40
表 14: 2020 年汽车销量预测 (万辆).....	40
表 15: 重点汽车行业公司估值.....	42
表 16: 重点周期中下游行业公司估值.....	43
表 17: 重点周期上游公司估值.....	44
表 18: 腾讯海外游戏投资遍布全产业链 (不完全统计).....	48
表 19: 重点互联网公司估值.....	50
表 20: 重点电子/通信企业估值.....	52
表 21: 重点公司盈利预测和估值 (截至 2020.6.30).....	53
表 22: 重点公司盈利预测及估值.....	57
表 23: 重点餐饮旅游公司估值.....	58
表 24: 覆盖公司一览.....	59

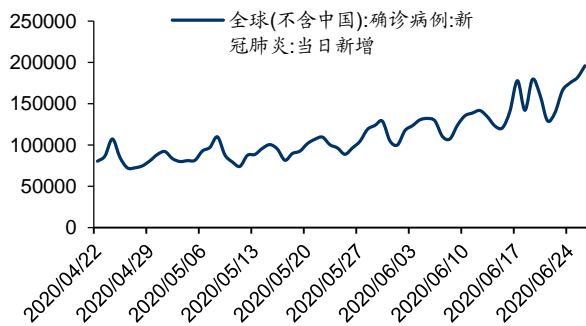
全球：疫情越烦恼，流动性越充盈

去年年底，我们判断今年港股/A股将步入全面牛市。当时，疫情还没有发生。到目前，全球累计病例已经超过了1000万例。尽管我们的判断在大方向上没有改变，但是部分细节因疫情的发生而逻辑上需要重新加以审视，需要罗列一些重要的变化以作参考。

一、“失控”与否取决于态度

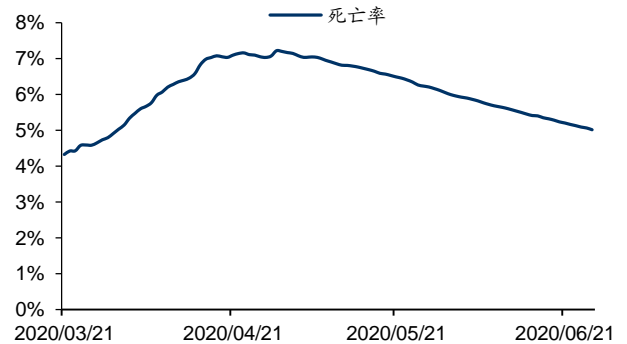
疫情的新增病例还在创新高，这很容易让人联想到“失控”的局面。尽管死亡率在4月之后就持续下行，但依然会引发担忧：如果疫情一直控制不住，是否会影响复苏的经济？股市的行情是否能够持续？

图1：全球新增病例



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：新冠疫情死亡率

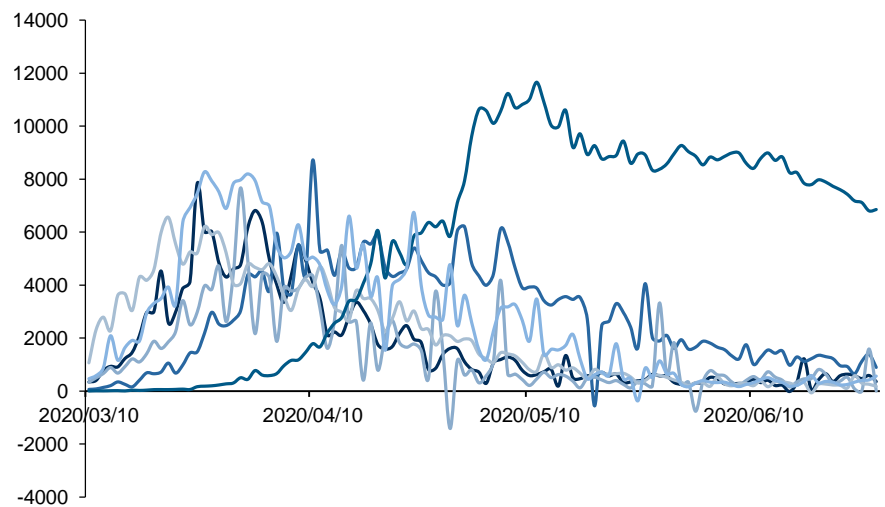


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

谁控制住了？

在3月-4月，全球的疫情焦点还集中在欧洲的主要国家，目前看，它们纷纷已过了高峰期，图中数据量最高的国家是俄罗斯，随着国家采取强力的防控措施之后，数据也明显下行，而西欧主要的发达国家包括德国、英国、法国、意大利、西班牙，日新增数据都已经下到1000以下。

图3：西方主要发达国家新增病例



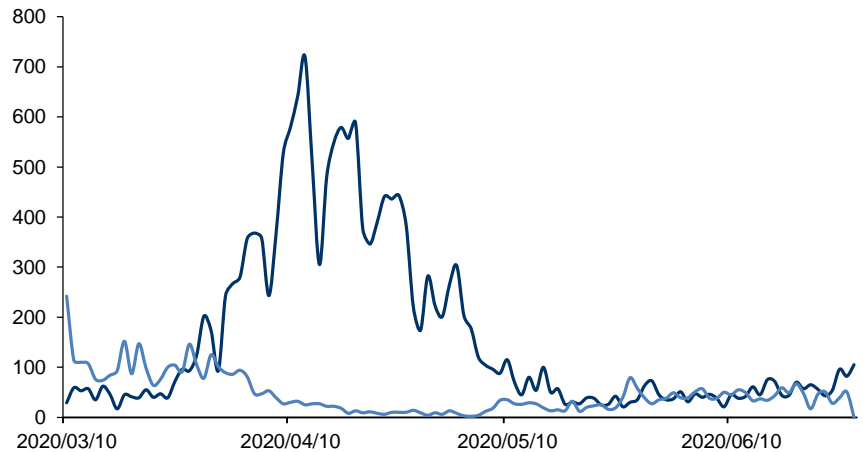
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

尽管世卫组织提示，欧洲的病例可能会再有提高，但现在与3月份有比较明显

的差别是欧洲的医疗物资紧张局面，得到了根本性的缓解。因此我们认为，即便疫情反复，欧洲也不大可能回升到4月的水平。

日韩是更优秀的代表。如果说欧洲的疫情新增控制在1000以下算是与前相比进步的，日韩新增则到了100左右。

图4：韩国、日本的新增病例



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

我们曾在港股二季度投资策略中总结了日韩的抗疫模式：

1、韩国：严格追踪与管控、信息及时发布、口罩，包括：

第一：韩国没有实行“封城”和“停工”的政策，但是对重点地区入境者、疑似患者、密切接触者等人士进行了严格的追踪和管控。

第二：韩国电信运营商KT推了新一代传染病预防系统GEPP，能够实现对于传染病患者从启程至回家的全过程跟踪。防控体系像一张密密的大网，把每个人都包裹其中，每个截点上的个人能够被及时追踪监控，而政府需要发布相关信息时也能够及时触及。

第三：韩国外交部长康京和在接受BBC采访谈韩国抗疫经验时，首先提出的就是公开透明，“我们的基本原则是公开、透明并让公众享有充分的知情权，现在已经看到了这样做的效果”。疫情初期，韩国每天两次发布全国疫情数据通告，分别是在早上10点和下午5点公布截至早上9点和下午4点的数据。也就是说，数据统计到发布中间只隔一小时。

第四，无需多提，韩国人上街戴口罩。短短的一个月里，韩国不仅自己满足了口罩的自给自足，3月30日，韩国已有3家韩国企业的快检试剂盒获得美国FDA紧急使用授权（EUA），可以立即对美出口。

2、日本：避免大规模聚集+口罩的“佛系”防疫，包括：

相比韩国，日本防疫相对“佛系”的多。日本社会勤于戴口罩、与人保持距离，但日本政府严格管控筛检，导致筛检率太低，也没有强力执行让民众保持社交隔离的措施。根据日本厚生劳动省统计，至4月3日，东京1350万人中只有3000多人接受过筛检；日本全国1.25亿人的筛检总量也仅有39466人。相较之下，人口数为5100万的韩国至4月3日已经对44万人次进行了筛检。至3月中旬，日本只动用了其筛检能力的六分之一。

有知乎作者做了如下统计：把NHK所公布的这些聚集性感染病例数据照抄下来，然后按照每一个感染集团的大小对它们进行排序。图中的纵坐标就是每一个集团感染事件的感染人数，而横轴是这一感染事件的排名，把感染集团按照感染者人数从多到少依次排列，大阪市内某livehouse爆发63人集团感染，于是它

就排在第一名，然后名古屋的一个老人院爆发 53 人集体感染，这就是第二名……以此类推。在双对数坐标中画了这个图，拟合得到了一个幂律，指数大约为 -0.963 ，这个指数非常接近于 -1 。这说明，群体性感染扩大传染率的最重要方式。

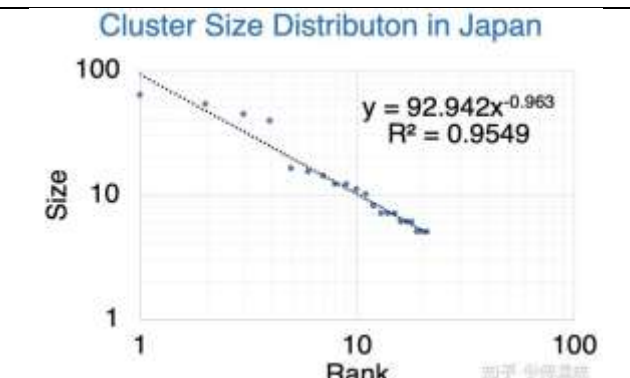
根据“感染源应对组”的数据分析，导致日本确诊病例上升的两大感染源来自：医疗机构和福利院、餐厅和夜生活场所。4 月 2 日厚生省的统计显示，截至 3 月底，日本全国 14 个都道府县出现 26 起集体感染事件，而且主要发生在医疗机构和福利院，其中以东京永寿医院为中心造成的集体感染就达 128 例。因此，日本政府呼吁民众停止夜生活，下班后就回家。

图 5：群体感染事件



资料来源：知乎，国信证券经济研究所整理
<https://zhuanlan.zhihu.com/p/113066705>

图 6：群体性感染的幂律分布

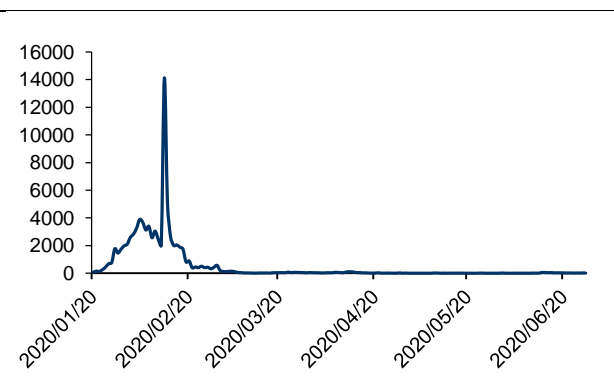


资料来源：知乎，国信证券经济研究所整理
<https://zhuanlan.zhihu.com/p/113066705>

如果我们比较日本和欧洲的主流国家，日本人口更多，居住密度也更高，为什么日本的数据远低于欧洲呢？我们认为，减少群体性聚集+戴口罩，基本可以将传染控制在一个较低的水平，或者说，这很大程度上也受益于日本民众的配合与自律。

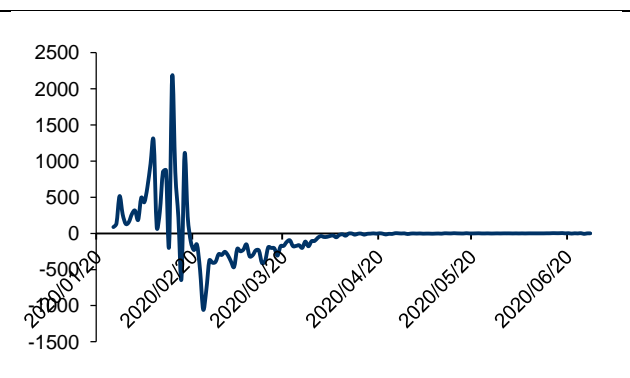
与其他国家相比，中国的抗疫是最杰出的典范。与此前不同的是，中国加大了核酸检测量，国家卫健委医政医管局郭燕红 24 日在北京表示，截至 6 月 22 日，全国医疗卫生机构进行核酸检测累计达 9041 万人/份，“从这些数据可以看到，中国核酸检测能力得到了大幅度提升”。在检测机构方面，从 3 月初的 2081 家，增加到现在的 4804 家，提高了 131%。在技术人员方面，从事核酸检测技术人员的总数也从 1.39 万人上升到了 2.85 万人，提高了 104%。在检测能力方面，全国核酸检测能力从 3 月初每天的 126 万人/份，提高到目前的 378 万人/份，提高了 200%。

图 7：全国病例当日新增



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 8：全国重症病例当日新增



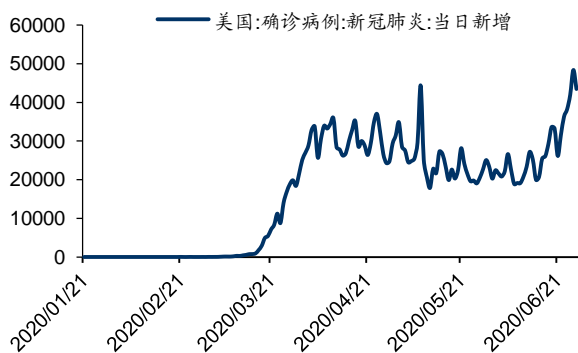
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

因此，现在中国是从主动预防疫情到主动发现疫情，因为发现早，重症患者几乎很少。我们4月份总结了中国的抗疫经验：1、全国的联防联控机制；2、高效的信息化系统；3、民众的积极配合；这里再加一条：4、大规模的检测以防患于未然。因此，我们有理由相信，中国未来的疫情趋势最多是“两三点露不成雨”！疫情防控经验将被越来越多的国家所接受和借鉴。

谁在创新高？

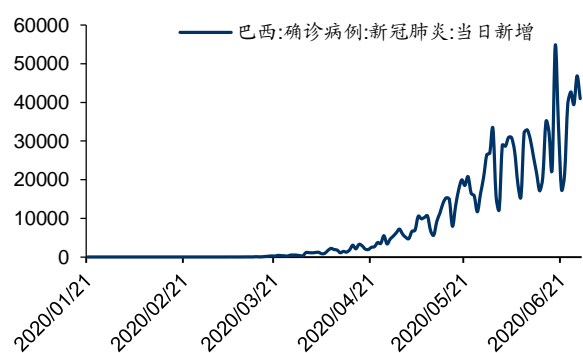
美国在复工之后，疫情数据创了新高。如果我们对比现在疫情创新高的国家，除了美国大都是人口众多的发展中国家，包括巴西、印度、墨西哥、南非、印尼、孟加拉、哥伦比亚...我们知道，美国经济发展水平远超过这些国家，以何种归类方式，我们也难将“美国和其他发展中国家”归为一类，但在疫情防控上，恰恰出现了这样的事实。这主要源于：1、联邦政府的措施有效性差（最近政府还在取消对检测的补助）；2、居民的配合意愿不强（不戴口罩依旧是大多数）；3、反种族歧视游行客观上形成了大规模的聚集。

图 9：美国病例当日新增



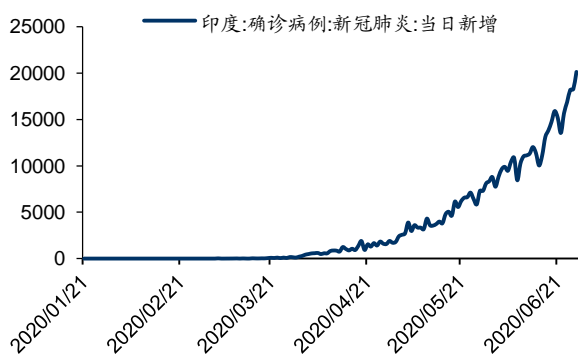
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 10：巴西病例当日新增



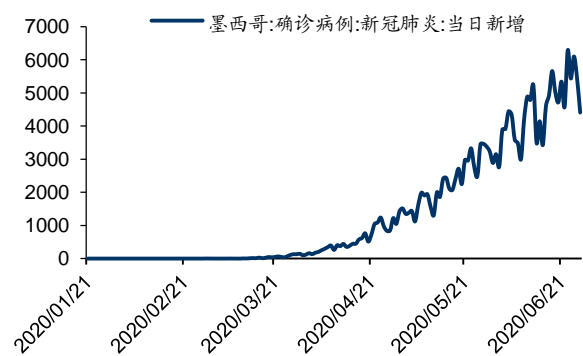
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 11：印度病例当日新增



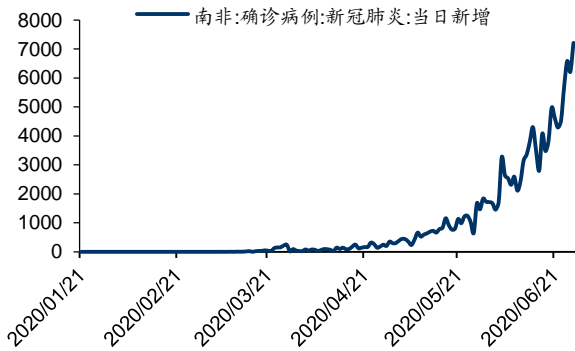
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 12：墨西哥病例当日新增



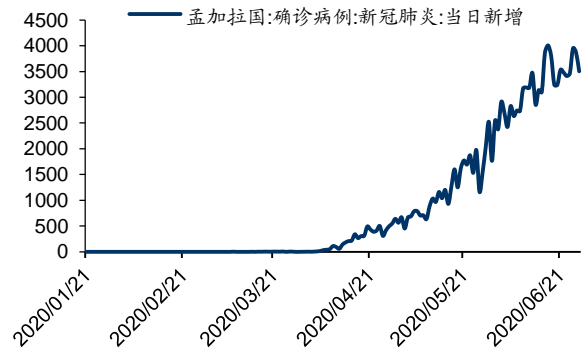
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 13: 南非病例当日新增



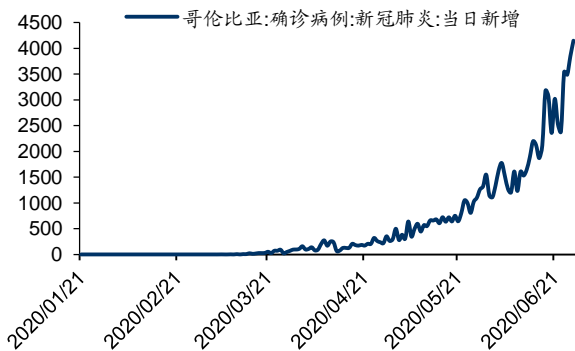
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 孟加拉病例当日新增



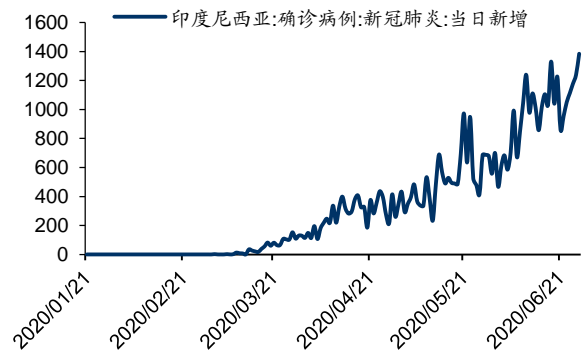
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 哥伦比亚病例当日新增



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 印度尼西亚病例当日新增



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

广大的发展中国家, 应对疫情困难主要有: 1、医疗卫生条件不足; 2、抗疫情物资的缺乏; 3、政府缺乏有力或有效的抗疫措施。这些国家的 GDP 在全球的占比总体上不高, 但它们的长尾化疫情, 会导致: 1、全球经济的复苏变慢, 因为发展中国家的 GDP 增速是超过发达国家的; 2、全球旅游行业将受到重创, 发展中国家, 旅游行业是比较重要的经济来源; 3、商品的价格可能被被动推高, 比如不少基本金属矿藏分布于巴西、智利、非洲, 最近出现的欧洲肉联厂的疫情聚集效应, 导致欧洲肉品出现了涨价的预期。

二、降息后权益资产的定价重估, 成长优先

从 80 年代开始, 美联储就采用小幅度, 高频次的降息策略, 一般以 25-50BP 的调整居多, 超过 50BP 的单次降息, 仅有 5 次。

表 1: 80 年代以来, 单次降息超过 50BP 只有 5 次

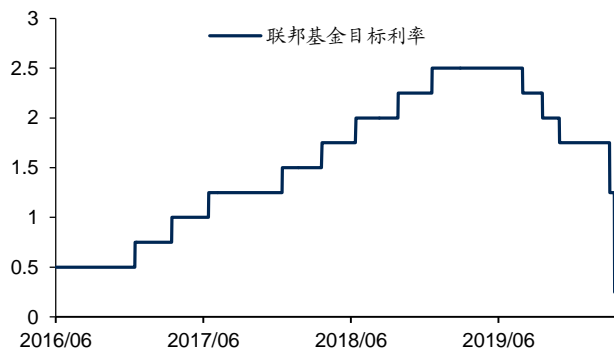
时间	美国: 联邦基金目标利率	单次幅度
2020-03-15	0.2500	-1.0000
2008-12-16	0.2500	-0.7500
2008-03-18	2.2500	-0.7500
2008-01-22	3.5000	-0.7500
1986-04-21	6.7500	-0.5715

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

美国联邦基金目标利率于 3 月 15 日一次下调 100BP, 创了 40 年的记录。我们知道, 在资本定价模型中: 1) 利率水平越低, 降息对股票的目标价格提升越明显; 2) 降息的幅度越大, 对股票的目标价格提升越明显。恰恰, 2020 年的 3

月 15 日的降息，以上两个条件都符合。

图 17: 联邦基金目标利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 联邦基金目标利率长期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

市场对美国经济的复苏判断，是一个典型的“Nike”形状。今年 Q2 最低，到了明年 Q2，GDP 转正。失业率一直到明年年底，也难降至疫情前的水平。由此，CPI 在明年年底，预期无法回到 2 以上。因为美联储将 2 作为通胀与否的分水岭，因此目前资本市场的判断是，一个低利率环境，至少要维持到明年的年底。

表 2: 美国经济指标预期

	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21
GDP 增速	2.1	2.3	0.3	-10.4	-6.8	-5.1	-2.3	9.7	5.5	4.4
CPI	1.7	2.1	2.1	0.4	0.5	0.6	0.8	1.8	1.9	1.9
PCE	1.7	1.6	1.7	1	0.8	0.8	0.8	1.3	1.5	1.6
失业率	3.6	3.5	3.8	13.4	10.6	9.5	8.7	7.9	7.2	6.6
财政预算/GDP	-4.5	-4.7	-4.9	-11.7	-14.8	-14.9	-13.8	-11.2	-9.6	-8.7
政府债务/GDP			81.9	100.7	104.9	106.2	106.8	106	104.6	102.5
联邦基金目标利率	2	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.3	0.35	0.35
国债收益率, 3 月	2.09	1.91	1.45	0.4	0.38	0.42	0.44	0.48	0.53	0.56
国债收益率, 10 年	1.67	1.92	0.67	0.75	0.84	0.94	1.05	1.14	1.26	1.34

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

在如此长期的低利率环境下，我们来系统考虑一下，对股票市场估值的影响。为了简化，我们以两种情景来观察这个影响：

1、以零增长模型为例：

股票的内在价值

$$V = D_0 / k$$

其中， D_0 是当下以现金形式表示的每股股利；

k 是贴现率。

我们假定 D_0 是 100 元，则股票的目标价计算为

表 3: 零增长模型下的目标价敏感度

k	目标价	提升幅度
10%	1000	
9%	1111	11%
8%	1250	13%
7%	1429	14%
6%	1667	17%
5%	2000	20%
4%	2500	25%

资料来源: 国信证券经济研究所

2、以固定增长模型为例:

股票的内在价值

$$V = D_0 \cdot (1+g) / (r-g)$$

其中, D_0 是当下以现金形式表示的每股股利;

r 是贴现率;

g 是股息增长率。

我们依旧假定 D_0 是 100 元, 则股票的目标价计算为

表 4: 固定增长模型下的目标价敏感度

r	g	目标价	提升幅度
10%	3%	1471	
9%	3%	1717	17%
8%	3%	2060	20%
7%	3%	2575	25%
6%	3%	3433	33%
5%	3%	5150	50%
4%	3%	10300	100%

资料来源: 国信证券经济研究所

因此, 我们至少得到几个重要结论:

1、在疫情发生之后, 如果我们将折现率从 9% 降到 8%, 或者从 8% 降到 7% (这里尽管难有个共识, 但长期看折现率取在 8-9% 是合适的), 在零增长情境下, 股票的目标价提升 13%-14%;

2、固定增长模型中, 因为考虑了股息的增长率, 因此比零增长模型的收益更高, 目标价提升 20%-25%;

3、因此, 低利率环境, 更有利于成长股的目标价提升。显然, 在 3 月之后, 纳斯达克相较于道琼斯气贯如虹的涨幅, 也证明了这一点;

4、价值股并不是不修复, 而是修复的时间稍微滞后。我们认为, A/H 价值股将伴随 PPI 触底 (第一个信号, 大概率出现在 5 月, 市场反应滞后 2 个月左右), 上市企业 ROE 的转正 (第二个信号, 大概率出现在 3 季度, 市场反应基本同步), 风格的改变 (第三个信号, 大概率出现在 4 季度, 科技+消费的泡沫化之后) 而逐步的体现出估值的优势。

最后, 我们将抽象一个更为重要的结论: 假定, 我们跟踪的不是公司, 而是国别经济体, 则在未来 1-2 年的时间里, 拥有正增长的“g”的国家, 可能显著低于在非疫情期间。刚刚我们回顾了中国之外的发展中国家几乎当下的问题普遍成了抗疫压力, 而中国今年的 GDP 增速在全球主要的国家中是为数不多的正增长, 显著好过印度、巴西、南非、俄罗斯等国, 因此, 其股票市场的估值吸引力将会在 2020 年下半年雄冠全球!

此外, 中国以互联网、生物制药、消费为代表的面向新经济的资产, 可能在估值已经合理的水平上, 伴随着全球资金的不断配置, 将迎来适度泡沫化重估!

三、美联储誓言“兜底”的深远影响

疫情越烦恼, 流动性越充盈

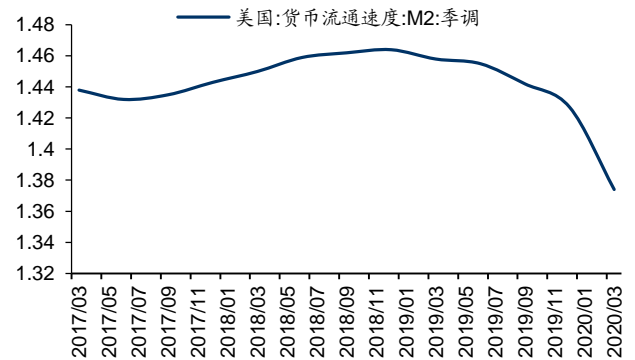
尽管, 我们看到美国今年的货币流通速度降低了很多, 从去年初的 1.44 降至今年的 1.37, 源于疫情对经济活动的影响以及市场风险偏好的下行。然而, M2 的高增长却对冲了货币流通速度的下行: M2 的增速达到了 23.1%, 创了最近几十年的新高。

图 19: 美国 M2 同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 美国货币流通速度



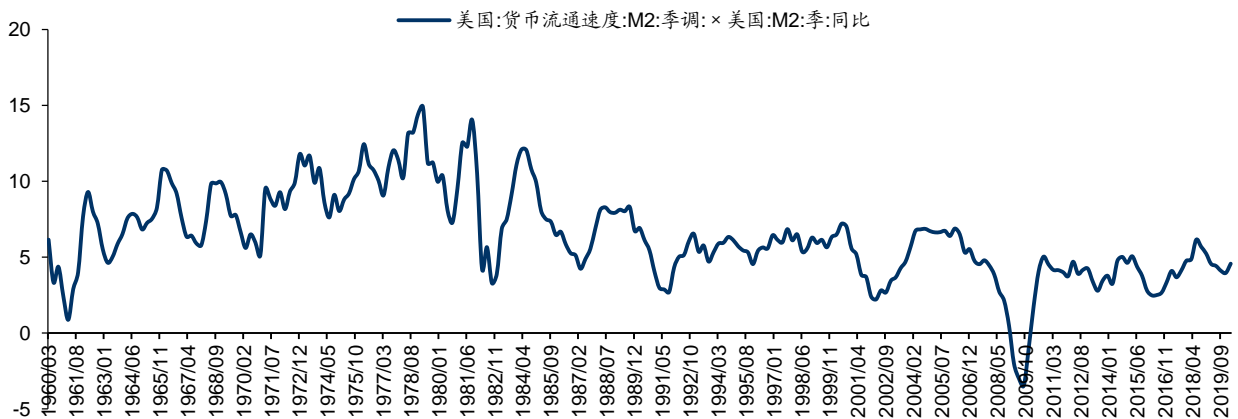
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

一边是疫情使得交易被压缩, 货币流转速度快速下降, 一边是美联储货币的超发, M2 增速井喷式的上升, 如何来评估综合影响呢?

我们的思路是: 按照费雪方程式, $MV=PT$, 等式的左边是货币与流通速度的乘积。一般认为, 费雪假定货币流通速度是恒定的。而本次疫情, 使得经济停摆, 形成了“消费陡然下降-企业没有收入-失业-消费下降”的循环圈, 也就是说, 资金循环不起来, 恰恰是货币的流通速度出了问题。

那么, 货币的总量快速扩张, 货币的流通速度下降, 两者之间的乘积 (即方程式左边) 走势如何? 我们用同比序列观察这一变化:

图 21: 经济周期的另一个观测工具: 美国 MV 的同比



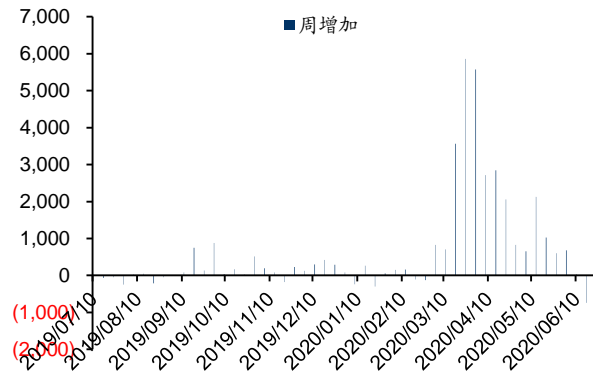
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

请注意: 到目前为止, 本轮数据的低点 (3.96%, 2019-12) 显著高于金融危机时期 (-3.46%, 2009-09), 也高于科网泡沫时期 (2.21%, 2002-03)。就在过去的一个季度, MV 的同比较 2019 年 Q4 甚至还有了小幅的上行, 当然, 随着美国经济在 3 月底停摆, 我们估计 2 季度该指标或略有下行, 但考虑到美联储资产负债表的扩张速度如此之快, 我们不认为本轮的 MV 的同比会低于金融危机或者科网泡沫时期。

回顾历史, 在科网泡沫、经济危机时期, M2 都是下降的。那个时期里, 中央货币政策并未像今天一样如此宽松, 致使: 疫情在西方国家发生后, “金融危机四段论”——1、风险偏好的下降股市先下跌; 2 实业的资金困难; 3、金融机构受到牵连; 4、全面的经济萧条这种提法十分的流行。道理很简单, 即从美国历史中总结, 故事多半是如此发展的。

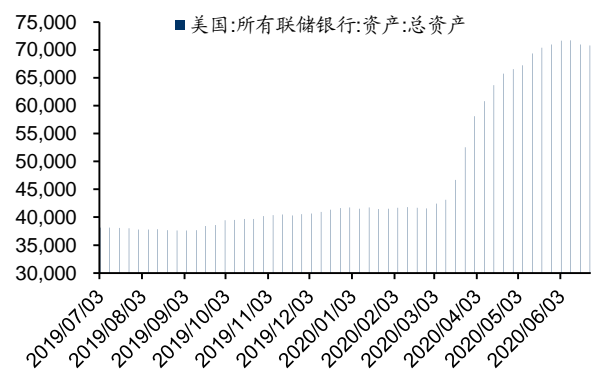
这次不一样，是因为美联储和联邦政府都拒绝进入经济萧条，于是，一个新的循环诞生了：“疫情越是没有得到控制，政府的积极财政政策和美联储宽松的货币政策就会越激进”。而且，美联储的兜底誓言：“无上限 QE”被资本市场消化得淋漓尽致。

图 22: 美联储资产新增 (万亿美元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 美联储资产 (万亿美元)



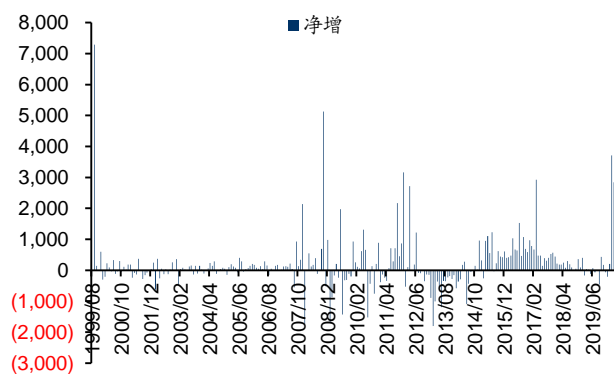
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

去年我们认为，今年很重要的一个看点是美联储的重启 QE。疫情发生之后，QE 的规模远超我们与市场预期。试想，如果没有疫情发生，能伴随如此天量规模的 QE 吗？因此，经济周期见到底部之后，货币政策与财政政策本身就会转向，除了经济指标，货币与财政政策本身也是经济周期的一部分。这便是否极泰来的周期力量。

这将形成一个非常重要的输出结论: 虽然美股或有回调或振荡, 但不再有新低。欧洲亦是如此。

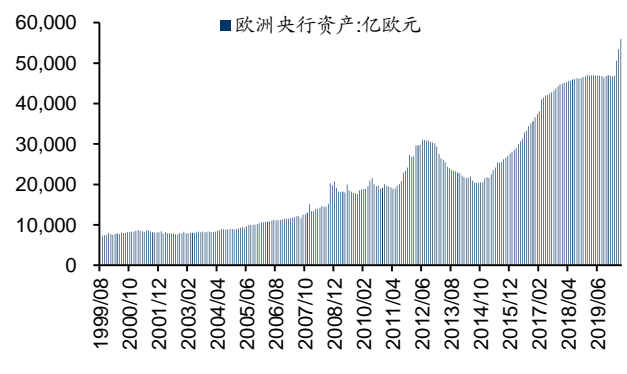
从今年年初至 5 月, 欧洲央行资产累计增加了 9000 亿欧元, 超过了 17、18 年, 几乎可以与金融危机时期比肩。

图 24: 欧洲央行资产新增 (万亿欧元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 欧洲央行资产 (万亿欧元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

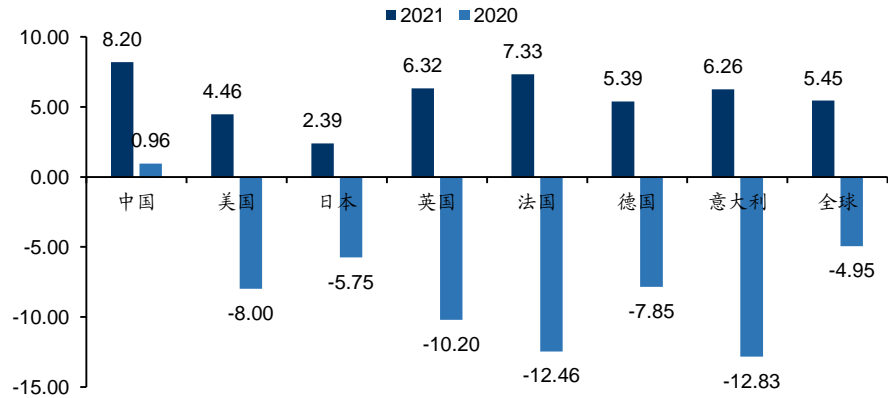
市场普遍预期，到今年年底，美联储资产负债表将增至 9-10 万亿美元，也就是 2020 年度，美联储的资产负债表净增额将是历史若干年总和的 2 倍左右！如果国债发行不出去，则美联储兜底！如果企业遇到困难，美联储下场购买企业债 ETF 或者直接购买企业债券！于是情形从一个极端（疫情发生导致的金融危机的可能）朝着另一个极端发展：疫情越烦恼，流动性越充盈，权益市场表现越好！我们认为，美股的反弹最有力的阶段已经过去，当市场重新审视在充盈流动性下的配置方向时，将会越来越多的人认同中国 A 股/H 股的投资价值——良好的疫情控制，最好的 GDP 增长，超低的估值！

美元的走弱，人民币的走强

由于相对于欧洲，美国的 QE 规模更大，因此近期，美元指数的下行显著。我们认为，伴随着中国经济的好转，美元兑人民币汇率也将中期走弱。

IMF 在 4 月份，预测的各国 2020 年 GDP 的增速，其中中国同比增长不足 1%，全球今年则下滑 5%，其他主要发达国家今年 GDP 下行均很显著。我们认为，IMF 可能显著地低估了中国经济的韧性。

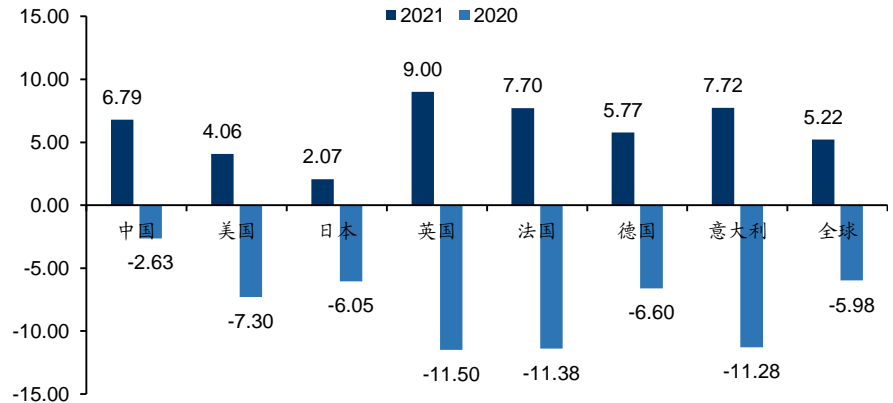
图 26: IMF 预测的 GDP 增速



资料来源: IMF (2020 年 4 月 21 日), 国信证券经济研究所整理

无独有偶，OECD (世界经合组织) 在 6 月发布了对全球主要经济体的预测，如下：

图 27: OECD 预测的 GDP 增速



资料来源: OECD (2020 年 6 月 11 日), 国信证券经济研究所整理

OECD 较 IMF 的 4 月份的预测值又悲观了一些，对全球的增速下调了 1% 左右，对中国 2020 年的 GDP 增速预测则下调至 -2.63%。

而在两会时，我国政府在政府赤字、新增城镇就业的目标中，都隐含了我国年内的 GDP 增速大约在 3-4% 之间。例如，我们政府提出的 2020 年新增 900 万城镇就业目标，按照 15 年-19 年，我国每一个点的 GDP 增速，对应约 200 万的城镇新增就业的水平，则 900 万新增就业大约对应 4.5% 的 GDP 增速，再保守的估计，全年 GDP 增速也应该在 3-4% 之间。下半年，基建的增长可能会超过 15%，成为拉动 GDP 的主要动力之一。

表 5: GDP 与城镇新增就业的关系

	城镇新增就业人数 (万)	GDP 不变价:同比	每一个点对应就业
2019	1,352.00	6.10	222
2018	1,361.00	6.70	203
2017	1,351.00	6.90	196
2016	1,314.00	6.80	193
2015	1,312.00	7.00	187

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

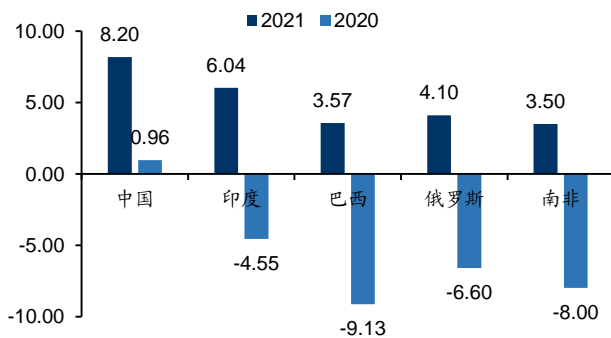
因此, 我们认为, 对中国经济预判的偏悲观, 以及下半年可能的超预期, 将成为国内资本市场超预期, 以及人民币持续升值的基础。升值则代表人民币计价的资产更加具有吸引力。

四、印度、巴西股市的吸引力的下降

在金砖五国之间比较, 情况也更有利于中国。从前, 在非疫情期间, 当发展中国家情况变好时, 资金会偏好中国、印度、巴西等发展中国家。但在这次疫情期间, 中国在金砖五国的 GDP 增速预期中, 明显强于其他国家。

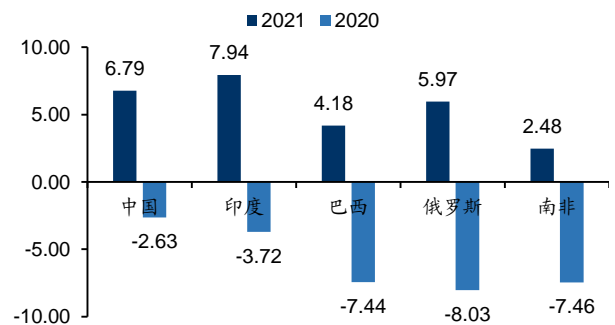
在印度 13 亿人口中, 有近 70% 居住在乡农村, 几乎无法获得医疗保障, 而且在印度长期的经济放缓中难以维持生计。2019 年印度的外汇储备为 4260 亿美元, 据经济学人杂志报道, 2019 年底, 印度公共债务增加到了 1.17 万亿美元, 占外储的 250%。从去年开始, 印度债券开始遭受抛售, 同时未来预期卢比将继续贬值 (这已经是在美元走弱的情境下)。

图 28: 金砖五国 GDP 预测 (IMF)



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

图 29: 金砖五国 GDP 预测 (OECD)



资料来源: OECD, 国信证券经济研究所整理

图 30: 美元兑卢比汇率



资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理

图 31: 印度 GDP 从去年开始走弱

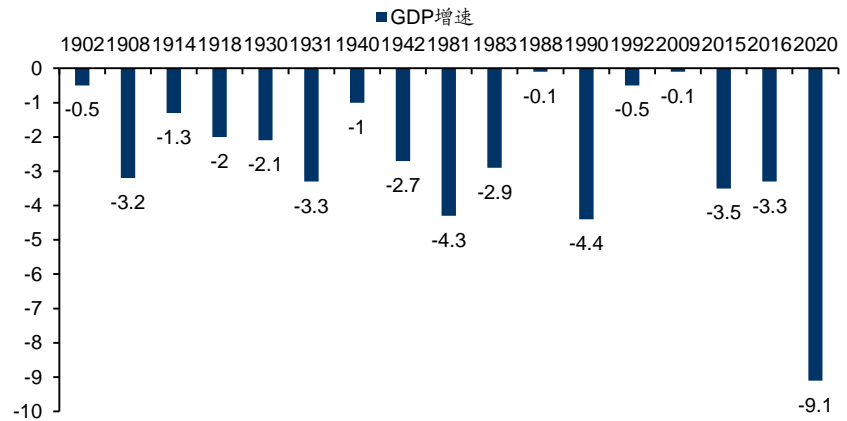


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

巴西面临着相似的境遇。据国际货币基金组织 24 日发布的《世界经济展望》更

新报告中称，因受新冠肺炎疫情的严重影响，巴西今年将出现 120 年以来最大的经济衰退，报告将国际货币基金组织此前对 2020 年巴西国民生产总值(GDP)衰退的预期从 5.3% 大幅提高到 9.1%。巴西央行上周曾将今年巴西国民生产总值的衰退幅度从 6.48% 调高到 6.51%。

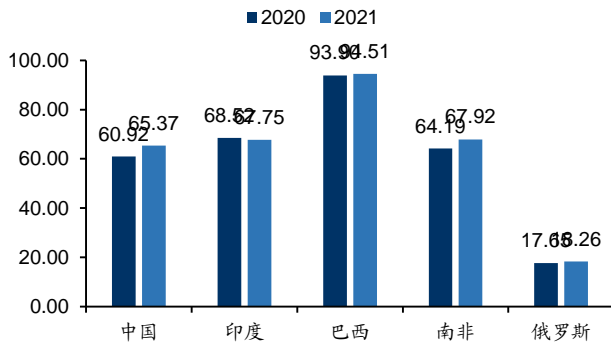
图 32: 巴西遭遇 120 年最严重的衰退



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

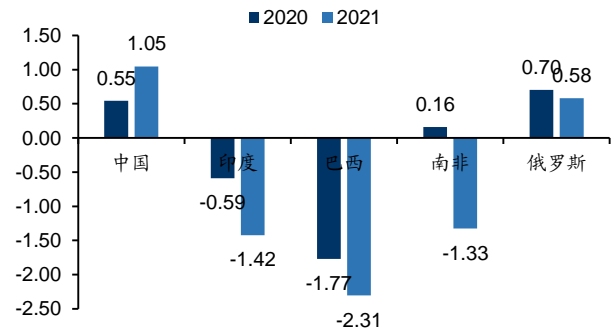
我们看到，一般政府债务在 GDP 中的比重，中国要低于巴西、印度，并且中国的主要债务是内债，而印度、巴西、南非的债务是外债，除此之外，中国常年的经常项目差额为正，而印度、巴西、南非大部分时期为负。

图 33: 一般政府总债务占 GDP 比例



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

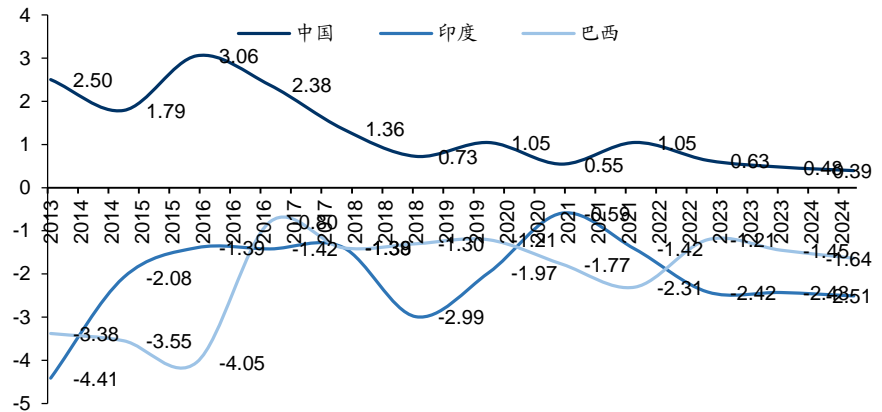
图 34: 经常项目差额占 GDP 比例



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

我们列举了 2013 年至今，经常项目的变化情况，印度、巴西始终在水下，这说明两国的发展模式主要是靠外债的不断扩大，提升政府、私人部门的杠杆，这种发展方式在经济繁荣时期问题不大，在全球基钦周期收缩时期，如 2015 年/2016 年，巴西就爆发过债务危机。当下，虽然全球经济已经触底，但复苏的节奏取决于各国的防疫现状，由于发展中国家除了中国，其他各国很难讲将疫情控制在一个很低的水平，因此，其经济复苏的进度并不乐观，这也容易引发债权方的担忧。

图 35: 2013 年以来经常项目差额占 GDP 比例



资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

五、小结: 风景独好

这一部分, 我们回顾了全球的经济情况, 有四个比较重要的结论, 这里再做一总结:

- 1、我们面临的是美国历史上最大规模的政府+央行干预, 从某种意义上说, 疫情越是维持, 这种干预的持续性越强, 力度越大;
- 2、低利率的环境至少持续到明年年底, 这对权益类市场的估值提升是有帮助的。首先, 成长股的估值受益更大, 其次, 价值股的估值也会受益, 再其次, 有成长特征的国家经济体尤其受益;
- 3、美联储誓言兜底, 在经济周期的图谱中, 可以用费雪方程式 MV 的同比序列观察, 结论是本次美国不再有经济萧条, 同时, 美元中期走弱, 人民币汇率走强;
- 4、由于发展中国家除中国外的疫情还在持续, 因此金砖国家中, 中国的吸引力变得尤为显著。从数据来看, IMF 和 OECD, 对中国 GDP 的预期较我们的理解低很多, 这可能显著的低估了下半年中国经济的韧性。

国内: 周期扩张与革故鼎新

在这一部分, 我们主要想表述两个层面的内容:

其一是, 目前已经处在短经济周期的扩张周期里, 一直会持续到明年年底到后年年初, 这是个基本的判断。也就是说, 我们认为, A/H 股市会步入一个全面牛市的格局。我们估计今年年内上证指数将达到 3600-4000 点, 恒生指数将达到 30000-33000 点;

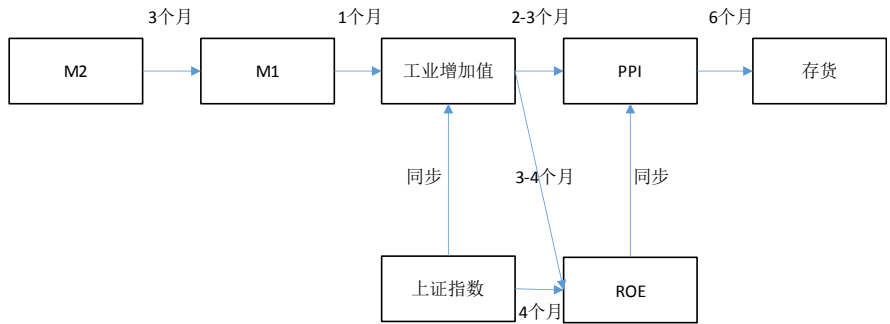
其二是, 本次周期因为伴随着疫情的影响, 表现为与以往扩张期的不同, “革故鼎新” 是最重要的关键词, 因此, 它将带来不少新兴产业资产价格的重估与适度的泡沫化, 也带来传统周期性行业的价值重估 (我们称之为周期价值化)。

基钦周期的扩张

我们将基钦周期的起点放在 2019 年 8 月至 2020 年 2 月之间。

我们在《经济周期随笔五: 周期指标有先后》中整理了周期指标之间的先后关系。

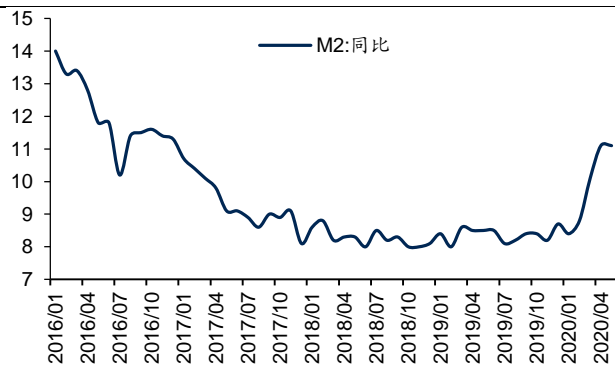
图 36: 经济周期部分指标的领先滞后关系



资料来源: 国信证券经济研究所整理

M2, 社融作为宏观货币类指标的代表, 我们注意到, 尽管两者在今年的 2 月产生了一个年内的低点, 但拉长在 2016 年以来的一个完整的基钦周期中, 它们并没有创新低 (M2 的低点是 2018 年 10 月, 社融的低点是 2018 年 12 月)。这是个什么含义呢? 即, 根据指标的传导性, 始于 2019 年 1 月的 2440 点, 是股市在一个新周期的起点, 本轮基钦周期股市的起点来得更早, 这是因为在中国, 流动性的宽松也比以往基钦周期来得更早。

图 37: M2 同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

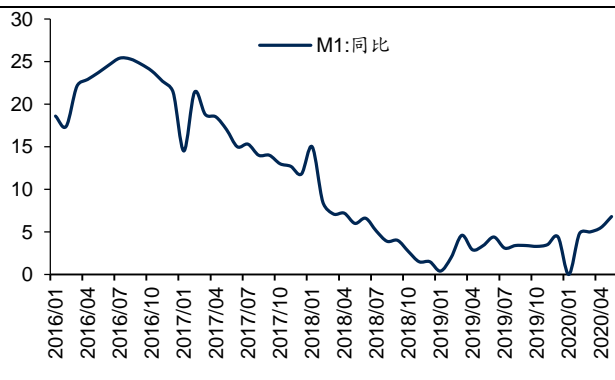
图 38: 社融同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

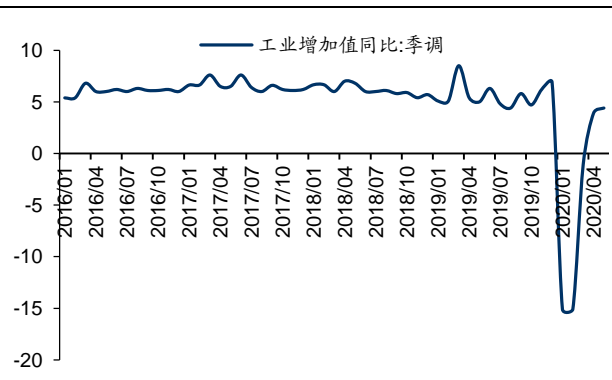
M1 与工业增加值更能反映实业的基本情况。M1 的低点发生在今年的 1 月, 工业增加值的低点出现于今年的 1-2 月, 次低点出现在 2019 年 8 月。

图 39: M1 同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 工业增加值同比

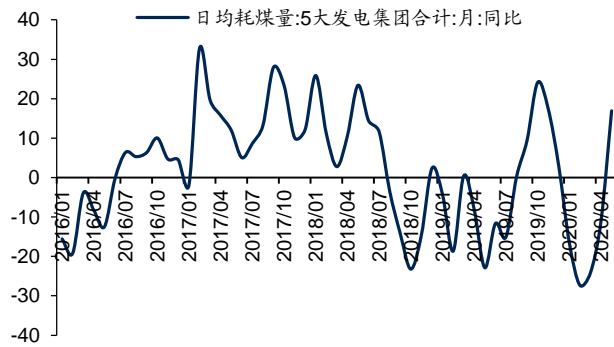


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

其他实业数据的低点与工业增加值相似, 发电集团煤耗同比低点出现在今年 2

月，工业企业利润总额低点也出现在今年2月。

图 41：发电集团煤耗同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

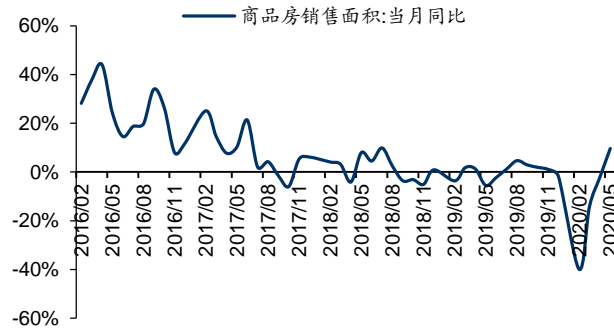
图 42：工业企业利润累计同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

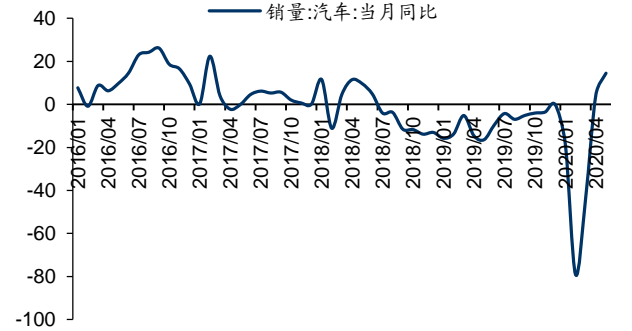
商品房销售面积，汽车销量低点出现在今年2月。

图 43：商品房销售面积同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

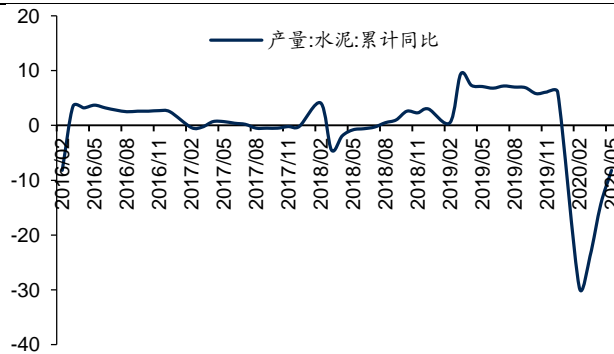
图 44：汽车销量同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

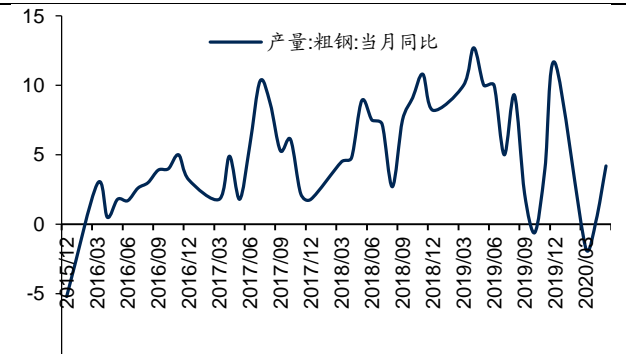
水泥、粗钢为代表的材料类，产量低点出现在今年2月和3月。

图 45：水泥产量累计同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 46：粗钢产量同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

此外，比较重要的是 ROE 的低点的判断。

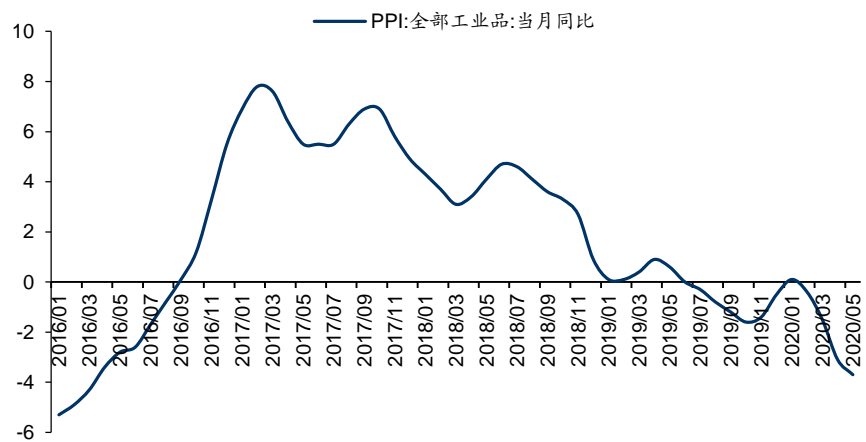
由于 ROE 略滞后于基钦周期，如，2016 年初，基钦周期的低点出现，大盘与基钦周期同步，而 ROE 的低点出现在 2016 年的 6 月份。

根据我们的判断，ROE 平均滞后产量类指标低点 3-4 个月，同步于 PPI，我们判断：今年的 5 月的 PPI 将会是全年的低点，6 月份的 PPI 将会反转。此外，工业增加值低点在 2 月，滞后 3-4 个月，也就是 5-6 月份，也是 ROE 的低点。

两者可以互相验证。

由于 PPI 的更高频数据项，在 5 月份开始纷纷走向了升势，因此我们判断 PPI 的低点在 5 月份出现。对比本轮基钦周期的低点，PPI 在 2020 年 5 月份为 -3.7%，相比 2016 年 1 月的 -5.3% 是显著提升的。因为同样在周期的底部，价格的绝对值本身就说明了新的周期强度。可以看出，本轮基钦周期中，中国遭遇了疫情，全球遭遇了疫情，但 PPI 并未比上一轮基钦周期更低，这说明，在需求变弱的情况下，2016 年至今的供给侧改革导致的产能去化，使得供需关系产生了新的稳定。这将为未来的周期类公司的估值修复，创造良好的基础。此外，本轮基钦周期的周期股的估值较 2016 年更低，当下半年，伴随着增量资金的进入，其修复的空间也是巨大的。

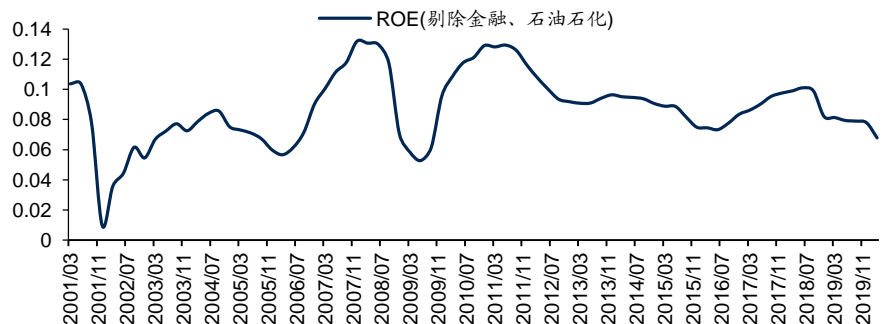
图 47: PPI 走势



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

鉴于 PPI 在 5 月份见低点，因此，我们判断上市企业的 ROE 于 2020 年 2 季度见低点，于 3 季度开始反转。当然，上证指数的低点出现在 2020 年的 3 月，这表现为大盘领先 ROE 的缘故。这也是为什么以上证指数为代表的周期性行业在今年上半年走势弱于深成指、创业板的缘故，因为总体而言，Q2 是它们 ROE 的低点。进入到 Q3，它们的 ROE 开始改善，上证指数获得突破之后，从下降趋势转向上升趋势，于是，三大指数（上证、深成指、创业板）将合并成为上升趋势。

图 48: ROE 走势



资料来源: 国信证券经济研究所整理

在一个基钦周期，ROE 转正的含义是什么？这是牛市的号角！结合这下面这张图，如果我们拉长至 2005 年的 998 点，各下轨连线，以及 2007 年的 6124 点，各上轨连线(5178 点由于是杠杆牛，所以不做高点连线，而选择 2018 年的 3587 点，2019 年的 3288 点)，我们赫然发现，上证指数走在收敛形态的最后关头，已经破茧而出！而基本面的支撑，就是 ROE 的拐点即将出现！

图 49：上证指数走到了收敛形态的末期而成功突破



资料来源：国信证券经济研究所整理

我们去年，将基钦周期的低点确认在 2019 年 8 月，随着疫情的出现，产量等低点延后到了 2020 年的 2 月。

但由于：第一，宏观货币指标并未出现新低；第二，从 2016 年 1 月至 2020 年 2 月，基钦周期间隔将达到 49 个月，超过了历史的上限（48 个月），收缩期的时间也是最长的，达 24 个月（超越了历史上限 19 个月）。因此，我们认为，疫情是一个事件，部分影响但没有打破基钦周期。这样，我们倾向于，本轮基钦周期的低点依然可首选 2019 年 8 月，次选 2019 年 8 月-2022 年 2 月之间。

表 6: 中国的基钦周期

基钦周期	时间	低点到低点	高点到高点	低点到高点	高点到低点
低点	1998-07				
高点	2000-07			24	
低点	2002-02	44			19
高点	2004-03		45	25	
低点	2005-02	37			11
高点	2007-06		40	28	
低点	2009-01	48			19
高点	2011-03		46	26	
低点	2012-08	43			16
高点	2015-01		47	30	
低点	2016-02	44			13
高点	2018-02		37	24	
低点	2019-08 至 2020-02	43-49			16-24
平均		43.8	42.8	26.5	17.2
中位		43.6	44.6	25.9	17.8

资料来源：国信证券经济研究所整理

讨论这个问题的意义是什么呢？主要是计算本轮牛市的持续时间。

按照基钦周期的扩张期历史约为 26 个月（中位数、平均数均是如此），因此，本轮中国经济复苏将持续到 2021 年 11 月至 2022 年的 4 月。

因此，我们认为，随着 ROE 的见底反转（注意是“反转”），无论是 A 股还是港股，将会迎来与 2019 年、2020 年上半年不同的景象，市场将不再扭捏，而将在三季度、四季度加速上涨！

革故鼎新

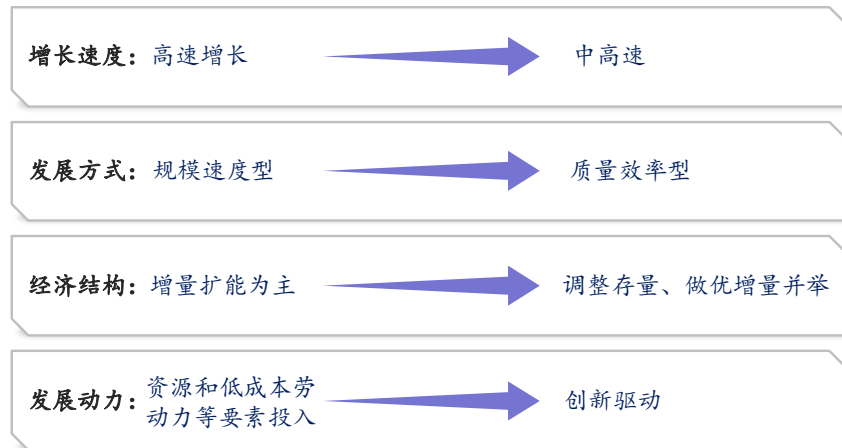
就我们有限的认知，试图总结本轮基钦周期，中国经济发展阶段与所处的背景。

一、新常态：我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段

2014 年 1 季度，中国经济 7.4% 的增速，创下了 24 年来的最低点，这再度引发是否要加大经济刺激力度的讨论，5 月，习近平总书记在考察河南时指出：“解决中国经济的问题，要有历史耐心。”在此次考察的报道中，“新常态”一词，在公众视野里第一次出现。2014 年 11 月，在北京 APEC 工商领导人峰会开幕式的主旨演讲中，他首次对新常态一词进行了系统阐述：“中国经济呈现出新常态，有几个主要特点：一是从高速增长转向中高速增长；二是经济结构不断优化升级；三是从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。”——速度、结构、动力勾勒出经济发展新常态的基本内涵。“认识新常态、适应新常态、引领新常态”，是我国经济发展的大逻辑。

资本市场存在的偏见之一就是，GDP 增速一路增速放缓，于是股市理应没有机会。如果如此，美国最近这 40 年 GDP 增速也是一路放缓，那何以解释股票市场上上涨了 30 倍？（79 年标普收盘价 108 点，当下 3100 点，全收益的情境下回报率更高）。因此，我们并非要简单的从增长低与增长高来判断牛市的产生，比这里更重要的是，从 2014 年至今，新常态下的中国经济，发生了哪些积极的变化。

图 50: 新常态下我国经济发展的主要特点



资料来源: 国信证券经济研究所整理

2016 年以后, 我国进行了轰轰烈烈的供给侧结构改革, 同时, “绿水青山就是金山银山” 的理念也深入人心。于是, 通过优化调整, 各个行业都发生了系统性的优胜劣汰和产业集中, CR3/CR10 的集中度都在提升。“龙头”、“核心资产” 成为 2019 年来的投资逻辑与主线。在一个短周期中, 资本市场往往对 ROE 是敏感的, 例如, 15% 以上算高的, 8% 以下算低的, 上涨是好的, 下降是坏的。但在一个长周期视角中, 资本市场对 ROE 的波动率即稳定性, 却是相当不敏感的。什么是 ROE 的稳定性呢? 例如, 从前中国经济高速增长的时候, 在基钦周期高点, 全市场 ROE 可达 12-13%, 在基钦周期的低点, 如金融危机时期, 2015 年全球大宗商品底部时期, ROE 只有 5-7%, 工业企业在 2015 年的 ROE 近 80% 为负值。(参见《港股 2019 年投资策略: 孕育伟大, 2019 年的历史性机遇》系统性的回顾了这部分内容)。

在 2016-2020 年的供给侧改革、企业转型创新持续努力下, 上市企业的 ROE 的稳定性明显的提升 (注意!!! 不是说 ROE 提升, 是 ROE 的稳定性提升), 即, 可预见的未来, 上市企业不会再出现 ROE 大幅上蹿下跳的局面了, 也就是说, 传统意义的周期股, 也逐渐的成为了价值股, 创造分红价值, 同时企业收入的复合增速也同于 GDP 或者略高于 GDP, 兼有一定的成长性, 毕竟中国的 GDP 增速还有 6% 左右。在前文的戈登零增长模型中, 折现的价值并非完全匹配这些公司, 而是固定增长模型中的 g 比消费、科技产业略低而已。(如果你不同意这些企业有 g , 如何解释中国经济尚有 6% 的 GDP 增长而非 1% 或 2%? 考虑它们是体量经济, 在 GDP 中的占比更大。)

为了说明这个问题, 我们在《经济周期随笔 4: 各行业 ROE 的稳定性在明显提升》中系统的阐述了这个问题。

表 7: 各行业 ROE 的稳定性在明显提升

	2002-今	2005-今	2009-今	2012-今	2016-今	最近一次基钦周期与历史相比
农林牧渔	2.4%	2.5%	2.4%	2.6%	2.7%	0.3%
采掘	5.2%	5.6%	5.5%	3.5%	2.7%	-2.5%
化工	2.4%	2.3%	2.3%	1.5%	1.8%	-0.7%
钢铁	5.8%	6.1%	5.0%	4.9%	5.6%	-0.2%
有色金属	4.1%	4.4%	3.0%	2.5%	1.7%	-2.4%
电子	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.6%	0.2%
家用电器	5.7%	5.0%	2.4%	1.9%	1.5%	-4.2%
食品饮料	4.8%	4.0%	2.7%	2.8%	2.3%	-2.5%
纺织服装	1.5%	1.5%	1.2%	0.9%	0.9%	-0.6%
轻工制造	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.4%	0.0%
医药生物	2.0%	1.9%	1.2%	0.8%	0.7%	-1.3%
公用事业	1.8%	2.0%	2.1%	2.0%	1.4%	-0.5%
交通运输	1.9%	1.9%	1.8%	0.7%	0.6%	-1.2%
房地产	2.9%	2.3%	1.8%	1.3%	1.5%	-1.4%
商业贸易	2.2%	2.1%	2.2%	1.8%	1.5%	-0.8%
休闲服务	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	-0.2%
综合	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	0.5%	-1.4%
建筑材料	3.1%	3.2%	3.2%	3.3%	3.8%	0.7%
建筑装饰	2.7%	2.3%	1.3%	1.0%	0.4%	-2.3%
电气设备	2.7%	2.8%	2.5%	0.6%	0.5%	-2.2%
国防军工	3.3%	3.5%	2.8%	1.5%	0.6%	-2.7%
计算机	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	0.2%
传媒	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	-0.2%
通信	2.6%	2.8%	3.2%	0.9%	0.9%	-1.8%
银行	3.4%	3.3%	3.3%	3.1%	1.2%	-2.3%
非银金融	4.9%	4.5%	2.4%	1.9%	1.8%	-3.1%
汽车	3.1%	3.2%	3.3%	1.9%	1.2%	-1.9%
机械设备	3.7%	4.0%	3.9%	3.1%	1.3%	-2.4%
中位	2.7%	2.4%	2.3%	1.7%	1.4%	-1.3%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理
 数值为 ROE 的标准差

我们看到, 几乎所有的行业 ROE 稳定性都在提升 (表现为波动性下降)。仅有少数行业, ROE 的稳定性下降: 建筑材料、农林牧渔、计算机、电子 (实际上也变化不大)。28 个行业的中位数, ROE 的标准差下降了 1.3%, 降幅接近 50%。

在最近一个基钦周期中 (2016-今), ROE 稳定性显著上升的行业: 采掘、化工、有色金属、家用电器、食品饮料、纺织服装、医药生物、公用事业、交通运输、房地产、商业贸易、综合、建筑装饰、电气设备、军工、通信、银行、非银行金融、汽车、机械设备;

因此, 中国持续高质量的发展, 使得大多数行业的周期性波动的特征正在减弱, ROE 的稳定性提升, 即可预测性在增强, 盈利质量在提升, 这是经济换挡之后的“周期价值化”。然而目前, 仅是科技、消费为代表的消费成长行业率先启动, 未来其他的周期性行业的估值将有持续的修复空间。

二、新型城镇化: 还有 10-15 年的中高速成长期

第二个误区就是, 98 年房改至今, 22 年的历史过去后, 房地产成了“过街老鼠”, 似乎一提房地产, 立刻想到旧经济; 一展望未来, 就必须脱离房地产而讨论新经济。

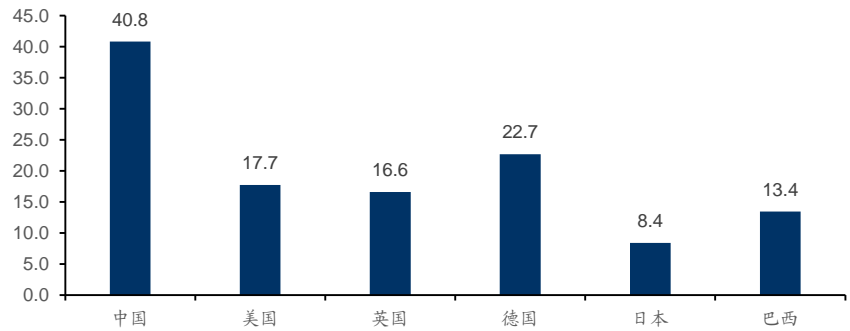
2017 年 10 月 18 日, 习近平总书记在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告提出, 十九大报告提出, 要坚持在发展中保障和改善民生, 在幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶上不断取得新进展, 保证全体人民在共建共享发展中有更多获得感。如果仔细想来, 无论是幼儿园、学校、就业、医院、养老, 城镇较乡村都有明显的优势。因为城镇本

身就是人类社会大规模分工协作的产物，它的发展推动了工业化的效率提升（如产业集群），创新的实现（如高校，科技园），消费的升级（如娱乐场所、连锁餐饮、现代服务业）。

2019年4月，国家发展改革委关于印发《2019年新型城镇化建设重点任务》的通知，提出城镇化是现代化的必由之路，也是乡村振兴和区域协调发展的有力支撑。

当下，中国的农村人口比例占比约41%。按照我国城镇化每年提升1%左右，如果赶上发达国家20%左右的水平，还有20年的时间。如果我们加快新型城镇化的建设步伐，或许15年的时间可以与发达国家拉平。

图 51：2018 年各国的农村人口比例



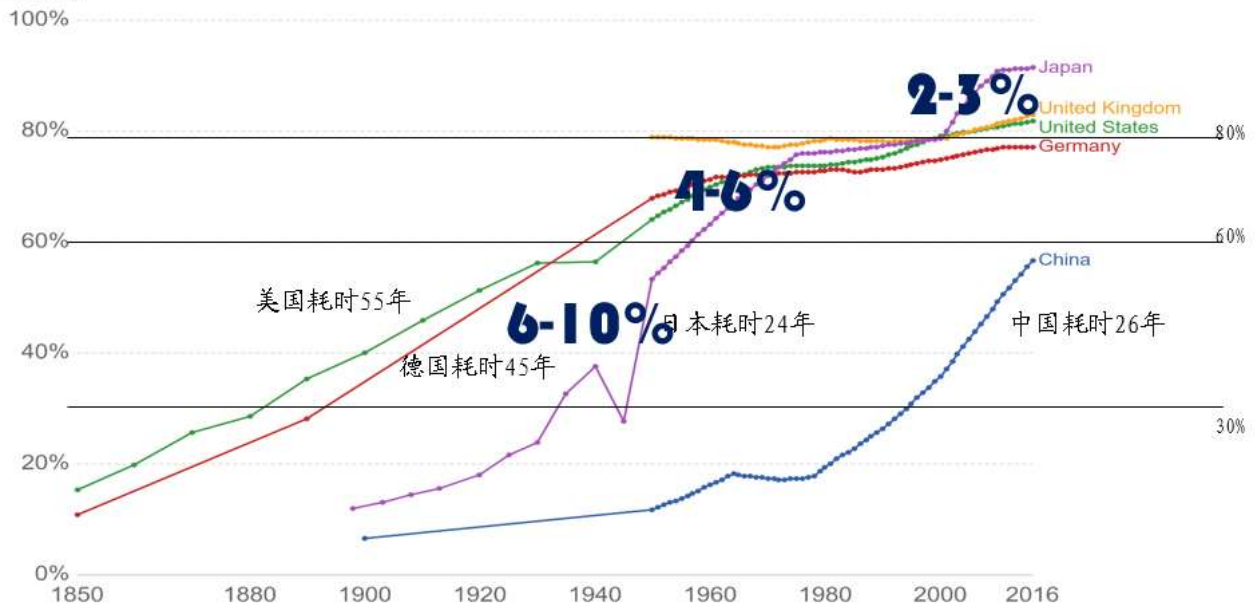
资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理

从历史上看，经济体的发展速度，受到城镇化的不同阶段的影响。

图 52：经济发展与城镇化率的关系

Urbanization over the past 500 years

Share of the total population living in urban areas. Urban areas are based on national definitions and may vary by country.



资料来源：OWID，国信证券经济研究所整理

从历史上看，经济发展与城镇化率的关系大约可以总结成，城镇化率在 30-60% 之间，GDP 增速 6-10%；城镇化率在 60-80% 之间，GDP 增速 4-6%；城镇化

率在 80%以上，GDP 增速 2-3%。

因此，我们想表达的观点是：房地产未来不会是中国经济的救世主，也不应该是谈虎色变的洪水猛兽，它的合理运用，会使得我们在全面建设小康社会，迈向现代化的路上更加的自信，而基于房地产、金融、周期产业链的成熟期依旧还有 15-20 年，远未到衰退期。但另一方面，政府深刻意识到供给侧过剩，资金空转，项目投机，房炒不住给经济带来的危害，因此自 2016 年供给侧改革开始，这些行业的格局也在加速集中与优化，上市企业的 ROE 的稳定性在明显的提升。

三、新技术突围：时不我待

2017 年 10 月 18 日，习近平总书记在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告中指出：“从全面建成小康社会到基本实现现代化，再到全面建成社会主义现代化强国，是新时代中国特色社会主义发展的战略安排。我们要坚忍不拔、锲而不舍，奋力谱写社会主义现代化新征程的壮丽篇章！”

中国的目标是从 2020 年到 2035 年，在全面建成小康社会的基础上，再奋斗 15 年，基本实现社会主义现代化。也就是说，在未来的 15 年中，中国要突破全球的技术封锁，技术保护，努力走出一条自主可控的道路。

表 8：国产芯片占有率

系统	设备	核心集成电路	国产芯片占有率
计算机系统	服务器	MPU	0%
	个人电脑	MPU	0%
	工业应用	MCU	2%
通用电子设备	可编程逻辑设备	FPGA/EPLD	0%
	数字信号处理设备	DSP	0%
通信设备	移动通信终端	Application Processor	18%
		Communication Processor	22%
		Embeded MPU	0%
	核心网络设备	DRAM	0%
		NPU	15%
内存设备	半导体存储器	DRAM	0%
		NAND FLASH	0%
		NOR FLASH	5%
		Image Processor	5%
显示及视频系统	高清电视/智能电视	Display Processor	5%
		Display Driver	0%

资料来源：清华大学微电子研究所所长魏少军，国信证券经济研究所整理

从芯片、到器件、到服务器、到 5G 技术、到 SAAS 软件...突围海外封锁的路是艰难的，也必须作为国家战略长期坚持，坚定投入。

例如，上图中的“0%”，非常醒目地提醒着市场，半导体国产化之路还很长，是“持久战”，请见我们发布的半导体多篇系列报告《论半导体持久战》、《半导体行情来了买什么》等。叠加孟晚舟事件后，从华为到中国，突破科技封锁的紧迫感与日俱增，因此，本轮基钦周期中，我们将见到国家向新经济倾斜和扶持力度更大。扶持方式是多种多样的，从资金上的扶持（例如直接投资），人才吸引力的扶持（如落户与薪酬），制度的扶持（如超快的再融资速度）...因此，我们认为，市场对此类标签的产业，将会抱有更长远的空间预期和更宽容的盈利预期，导致这些行业可以在一定的时间内享有比以往基钦周期更高的估值水平。

四、新生活方式：疫情改变了我们的生活方式

非典距离现在已经有 17 年。当时互联网的影响力还没有今天这么大。移动互联网和我们今天的生活已经是全天候、无缝的链接状态。本次疫情，加速了生鲜外卖在供给端的升级，买菜买水果等线下消费积极拥抱互联网，也促进了远程办公产品的渗透率，“轻肝轻氪”类休闲游戏的用户使用粘性及用户规模呈几何级增长，直播的商业模式也发生了重大转变。长远来看，疫情促进了互联网企业主动深入到模式创新和底层技术创新，为社会效率的提升和发展起到了强大的推动作用。分板块表现如下：

生鲜外卖：供给端升级加速，生鲜杂货配送迎来加速发展。一季度，餐饮外卖同时受到了供给端部分门店关闭，以及需求端消费者外卖意愿降低的影响，导致日均订单量同比下滑超过 10%，订单金额下降约 5%-10%。同时，疫情也加速了餐饮品牌的线上化。根据美团数据，截至 2020 年一季度，超过 50% 的大众点评必吃榜餐厅开通了外卖业务，相比 2019 年大幅增长 20pct。进入二季度后，随着越来越多的中小商家恢复营业以及高频外卖用户的复工，外卖订单量在加速复苏。疫情期间，消费者对于生鲜的即时配送需求激增，京东到家第一季度 GMV 同比增速超过 170%，盒马第一季度的线上 GMV 占比则从去年同期的 50% 升至 60%。得益于消费者习惯的培养，我们对生鲜外卖的长期发展持乐观态度。

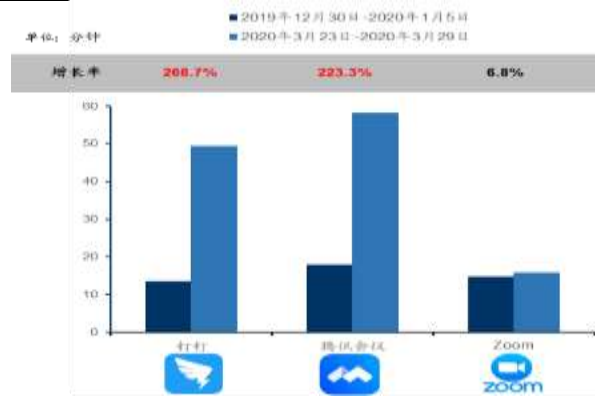
表 9：疫情期间外卖和到店 O2O 行业及主要上市公司业绩情况

外卖及到店 O2O	2019 同比增速	2020Q1 同比增速	收入与市场预期	2020Q1 以后 (公司维度预期来自于管理层财报)
美团	餐饮外卖: GMV+39%; 订单量+36.5%; 收入+44%; 到店: 收入+40.6%	餐饮外卖: GMV-5.4%; 订单量-17.3%; 收入-11.4%; 到店: 收入-31%	略高于预期	外卖: 5月中旬, 餐饮外卖订单恢复至疫情前的 90%; 预计第二季度, 外卖业务收入会同比增长; 到店: 5月中旬, 到店餐饮和非餐订单分别恢复至疫情前的 80%和 60%, 预计第二季度, 到店业务收入仍会同比下降
饿了么	饿了么+口碑收入: +42% (2019H2)	饿了么+口碑收入: -8%	NA	饿了么餐饮外卖 GMV 于 4 月份转为同比正增长
达达集团	京东到家 GMV: +66.4%	京东到家: 订单量+71.7%; 客单价+58.5%; GMV: +172.2%	NA	NA
行业	餐饮外卖 GMV: +超过 30%; 生鲜杂货配送 GMV: +超过 50%	餐饮外卖 GMV: -(5%至 10%); 生鲜杂货配送 GMV: +超过 100%	NA	餐饮外卖配送恢复势头较好, 之后依次为到店餐饮和到店非餐; 第二季度, 生鲜杂货配送的需求环比有所下降, 但行业仍将受益于疫情期间的用户教育

资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

远程办公：刚需促使渗透率及使用粘性大幅提升。办公商务中，远程协作、视频会议、文档传输和备份等功能成为用户的刚需，巨头间的竞争非常激烈：钉钉在提供远程办公服务的基础上，还增加了教育直播解决方案，推出“圈子”功能，日活跃用户规模快速增长；腾讯会议以一站式云会议解决了远程办公的沟通问题，上线了直播功能，解决商务需求。2020 年 3 月底，钉钉、腾讯会议的周人均单日使用时长均实现了 2 倍以上的增长。

图 53: 远程办公产品周人均单日使用时长增长率



资料来源: Questmoblie, 国信证券经济研究所整理

图 54: 远程办公产品周人均单日使用次数增长率



资料来源: Questmoblie, 国信证券经济研究所整理

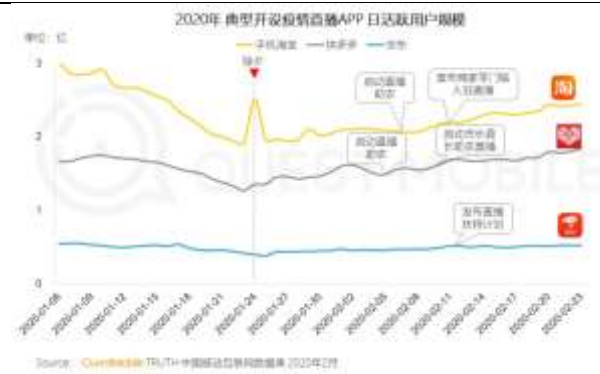
直播: 消费时长增长, 商业模式改变。假期叠加疫情影响, 以斗鱼、虎牙等为代表的游戏直播平台, YY 为代表的娱乐直播平台在春节后用户人数明显上涨。同时, 疫情催化直播平台商业模式转变, 各行业利用直播场景推动行业转型, 从原本以打赏、广告、内容分发为主向订单转化。例如, 电商平台手淘、拼多多、京东等在疫情期间加大对直播的支持力度, 降低入驻门槛, 为商家提供技术帮助, 为滞销农产品直播、云卖车、实体店直播卖货提供解决方案。

图 55: 2020 年典型直播 APP 日活用户规模



资料来源: Questmoblie, 国信证券经济研究所整理

图 56: 远程办公产品周人均单日使用次数增长率



资料来源: Questmoblie, 国信证券经济研究所整理

游戏: 疫情期间, 上手门槛较低、轻肝轻氪类的休闲手游用户粘性呈现几何级增长。3 月底, 宅家用户的休闲娱乐需求明显提升, 操作简单, 即可解压、又可“杀时间”的休闲手游明显受到了用户的欢迎, 例如, 放置类手游《剑与远征》、模拟冒险类游戏《行走大师》、猜谜类游戏《疯狂猜成语》在 3 月底的周人均单日使用时长的增速分别为 439%、1194%及 38.2%, 周人均单日使用次数分别为 387%、63.4%及 10.8%。腾讯旗下 FPS 类游戏《和平精英》亦实现高位增长, 3 月底周日日均活跃用户数达 7630 万人, 复合增速为 3.6%。

图 57: 手 3 月底游周日均活跃用户规模复合增速 Top10



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

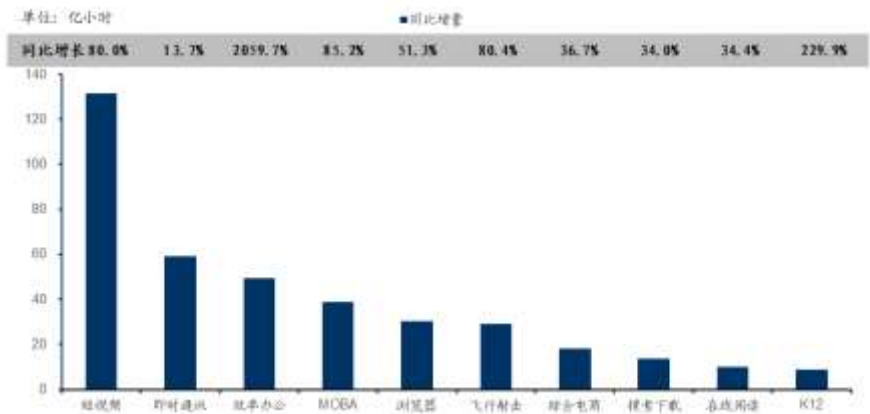
图 58: 3 月底手游周人均单日时长及使用次数



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

短视频: 3 月用户总使用时长同比增速达到了 80%。疫情期间, 短视频成为用户最主要的消磨时光方式之一, 带动其市场规模火爆增长。根据艾瑞咨询测算, 2020Q1 预计互联网文娱市场将达到 1133.1 亿元, 其中短视频达 474.77 亿元, 去年同期仅为 208.19 亿元, 同比增长 128%。根据 QuestMobile 数据, 2020 年 3 月, 短视频使用时长同比增长 80.0%, 同比增量行业第一。

图 59: 2020 年 3 月细分行业用户总使用时长同比增量 Top10



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

因此, 在疫情的催化下, 以互联网为代表的线上生活在加速蓬勃发展, 这些本来需要资金推广、客户接受度培养的成本大幅缩减, 有利于行业的整体发展, 也将在今年的资本市场表现上有所体现。

综上: 中国经济进入**新常态**使得大多数行业的周期性波动的特征正在减弱, ROE 的稳定性提升; **新型城镇化的**目标志在长远, 增加了周期性行业价值化的信仰; 眺望未来 15 年基本实现现代化的目标, **新技术突围**是中华民族实现伟大复兴的必由之路; 疫情使得**新生活方式**的蓬勃发展, 更加强化了互联网龙头企业的核心竞争力和价值。因此, 这些革故鼎新的深刻变化, 决定了股市的格局是全面牛市而非结构性牛市。

就像我们在 2020 年策略报告中反复强调的: **“2019 年是关键孕育与酝酿阶段, 2020 年将开花结果。让我们一起迎接这一历史时刻!”**

港股：全面牛市在路上

维持此前预测，2021 年恒指站上 40000 点

疫情发生之后，我们对上半年港股的看法包括：

《20 年 2 月：SARI 的风险偏好冲击很快就会过去》；

《20 年 3 月：3 月将成为港股年内最佳买点》，《相信历史的支撑》；

《20 年 4 月：耐心守候，期待夏天！》；

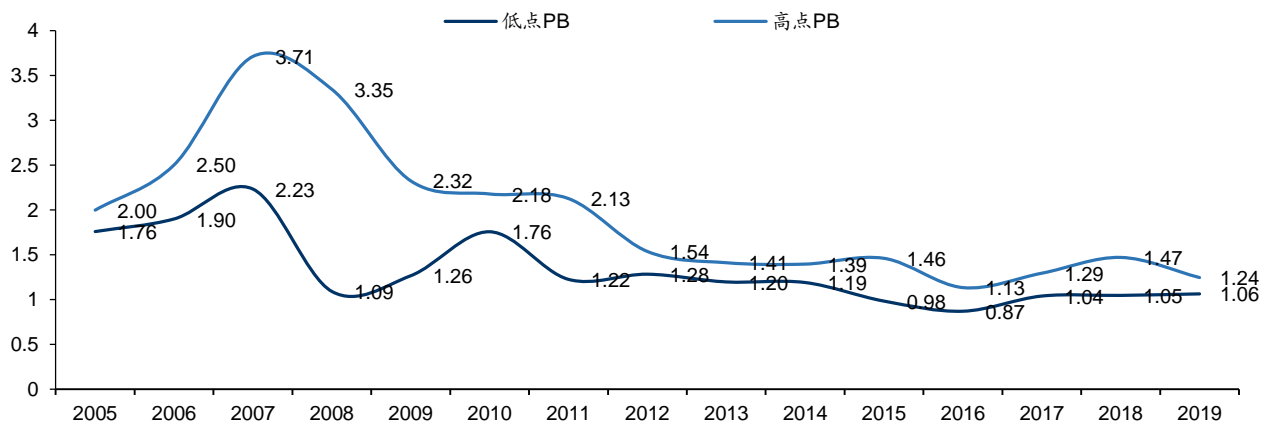
《20 年 5 月：美联储会成为救世主吗？》

《20 年 6 月：全面牛市的预演》

2020 年 7 月 3 日，上证指数突破上半年的高点 3127，正式确认牛市。且上证（周期/金融）、深成指（消费、科技）、创业板（科技）都形成了向上的趋势，从格局上确认的我们对今年的预判《2020 年港股投资策略：全面牛市的号角》。

因此，今年下半年，我们并不需要对此前的预判做太多的修正。从恒指的高低点 PB 历史可以看出，在 2011 年之后，随着中国经济增速的放缓，指数估值明显下了一个台阶。指数在 2012-2016 年，2016-2019 年，两轮短周期中，PB 的高点分别为 1.46、1.47，在 2012 年的其他年份中，1.3-1.4 也是出现过多次（2013、2014、2017），因此，我们将 1.4-1.47 作为本轮恒指上涨的 PB 估值高点。

图 60：恒指历史 PB



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

根据彭博，当下恒指的 PB 为 20 年 0.92 倍，21 年 0.86 倍，因此，价格扩张系数为 $1.4/0.86=62\%$ ，对应恒指约为 41000 点，我们依旧以此作为恒指 2021 年的目标位。

周期与板块的关系

我们对板块的划分如下：

周期中下游：房地产、汽车、建筑、建材、钢铁、机械、国防军工、轻工制造、基础化工、电力设备、石油石化；

周期上游：有色金属、煤炭；

金融：银行、非银行金融；

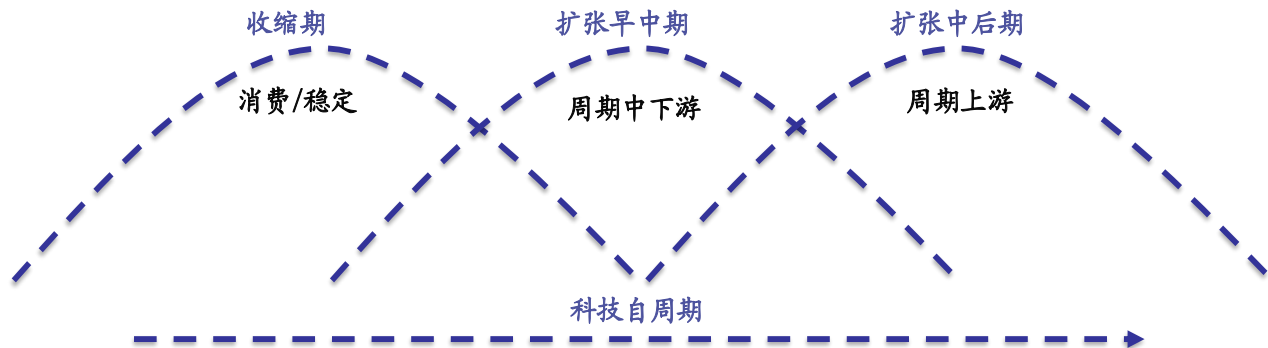
科技：电子元器件、计算机、传媒、通信；

消费：纺织服装、医药、商贸零售、餐饮旅游、食品饮料、农林牧渔、家电；

稳定：电力及公用事业、交通运输、综合。

以我们经济周期的理解，在一个短周期中，板块复苏的先后关系如下。

图 61：板块复苏的先后关系



资料来源：国信证券经济研究所整理

下游、中游的机会正当时：在短周期扩张早期和中期，周期下游，即直接面向消费者的行业，如地产、汽车，以及广大的周期中游，包括建筑、建材、钢铁、机械、国防军工、轻工制造、基础化工、电力设备、石油石化，开始走向景气。它们的估值此时不高，无论是 PB 还是 PE 都不高，投资人比较容易确认它们的价值，于是它们在股票市场上超额收益开始超过消费/稳定类企业。在这段时间里，周期上游如有色金属、煤炭的价格开始慢慢脱离底部区域，但盈利的同比改善与周期中游比，并没有明显的比较优势；正常情况下，这些板块应该于今年上半年启动，但 1) 受制于疫情，它们的行情几乎向后延伸了 6 个月（注意！我们不认为低估值策略已死，这是港股投资者去年以来面对的最大的挑战，即低估值、高股息策略严重跑输），我们恰恰认为，周期的复苏已经开始，并可以持续；2) 由于全球疫情尚未控制住，即海外经济复苏较中国滞后 3-6 个月，导致本应向上的部分全球定价资产，如能源、基本金属，可能今年下半年动量略小于以往，后续视疫情的进度（倘若 Q3-Q4 海外没有疫情的二次爆发），它们才进入强势区间。

上游先做预期修复，业绩/估值共振的机会在明年：在短周期扩张中后期，随着周期下游的持续回暖，周期上游商品的价格开始明显上行，周期上游企业利润在快速提升，如果此刻，大宗商品周期处在上行阶段，往往是供给侧产能无法充分释放，中、短周期向上共振，则商品价格的上涨就会越发猛烈。周期下游价格的上涨，会部分挤压中下游的利润，导致中下游的估值扩张较为困难，周期上游的股票显著地跑赢周期中下游。也就是说，明年当 PPI 上涨明显，或者说 CRB 上涨明显时，周期中上游包括能源、金属等将会加速上行；

科技的机会持续：科技总体上是一种自周期走势，尽管目前尚未处在科技大浪潮时期，我们认为的科技大浪潮将发生在 2023 年之后，典型的标志是云 AI 的成本将与人类相当。这个在之前的报告中有过论述。但由于疫情削弱了传统经济而强化了互联网经济，因此它们成为了疫情的受益者并率先发力。我们看好科技板块，包括游戏/支付、SAAS、芯片、消费电子下半年的趋势，但由于它们中的部分公司估值已经接近或者达到 2022 年的水平，因此它们在下半年以赚取超预期的业绩收益为主而非获得估值继续提升的回报。

保险比银行更优：金融行业分为银行、非银行金融。银行可视作周期下游，理由是，它直面消费者，同时它的发展和房地产有直接的关系（无论是中国，还是世界都是如此），但是银行在中后期优于周期下游，理由是原材料价格的上涨并不提升于它的成本；但今年下半年，若 LRP 利率方向依旧保持向下或者走平的情景，息差继续保持压缩，尽管股市的风险偏好上行，这并不是配置银行股

的最佳时期，而伴随 CPI 上行（预期 Q3 晚期），利率上行后，银行股的表现将会明显好转，我们估计是 Q4-明年上半年。

保险的估值优势非常明显，它的资产端逻辑与银行相似，在息差下行期间稍有不顺，但投资端上比银行受益于风险偏好的上行，因此我们认为保险下半年是不错的投资品种。

券商将成为黑马。 券商将会是下半年所有板块中最大一匹黑马。很多投资人认为，中资券商投资价值不明显，这是因为历史上全面牛市的时间太少，（91-92年，06-07年）。我们尚没有合适的案例对比，因为 91-92年，06-07年，券商 H 股还没有上市。当然，我们认为券商的机会来自于对大盘的格局的判断。全面牛市，结构牛市，震荡市，券商的表现是完全不一样的。

全面牛市：券商板块将成为最闪亮的板块，收益率大概率是第一；

结构牛市：某个时期表现一下，对于中长期持股的海外资金，可买可不买；

震荡市：不值得配置。

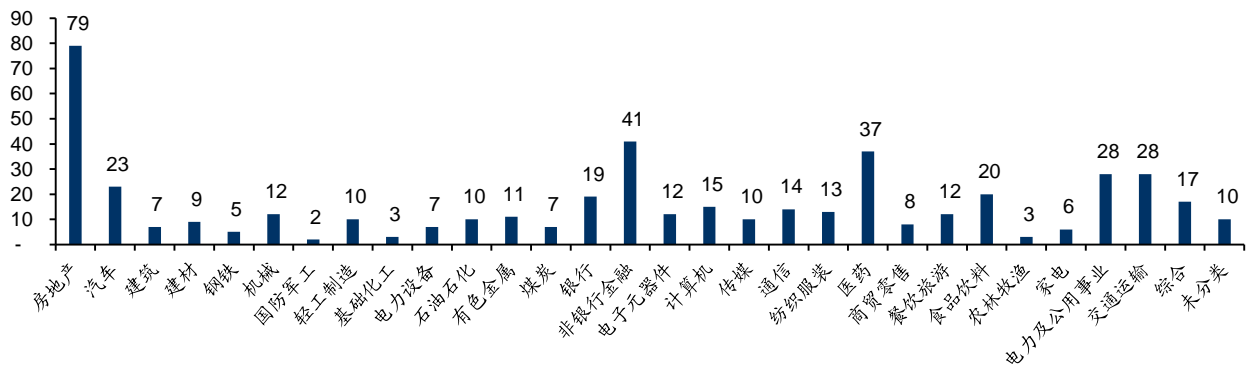
比如说，2014年-2015年，A股的杠杆牛市（在我们的定义中不算全面牛市），中信证券 H 股涨幅大约 200%，从这个案例可知，国内资本市场有机会的时候，港股的券商弹性并不差。

我们之所以花了如此多的篇幅，在 2019 年策略报告《孕育伟大》中回顾周期的诸多历史，在 2020 年策略报告《全面牛市的号角》阐述中短周期共振原理和牛市诸多理由，就是为了向投资人提前 2 年介绍我们的观点，尽管市场上几乎所有的投资人不认为有全面牛市的出现，但根据我们的推论与预判，它必然到来。换句话说，这是个预期差、分歧最大的板块。

估值有望提升的板块弹性更大

我们将港股通合计 478 家标的做一统计，分布如下：

图 62：港股通标的的行业分布

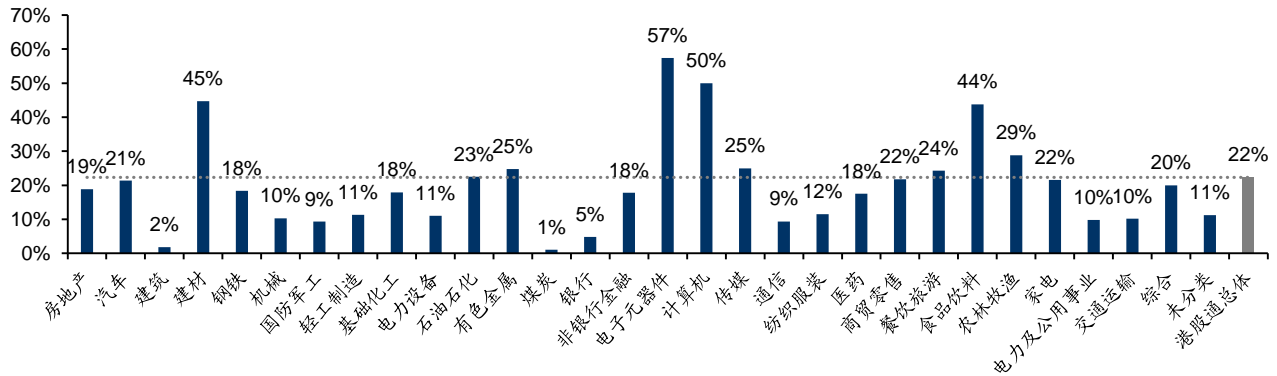


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从 2016 年 1 月至今，港股通各个行业的 PB 分位数如下。

港股通所有样本的 PB 分位为 22%。其中，显著低于该分位的行业有：建筑 2%，煤炭 1%，银行 5%，通信 9%，国防军工 9%。

图 63: 港股通各行业 PB 分位 (2016-今)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

但由于港股通样本中, 100 亿以下市值的公司占 1/3 左右, 总体活跃度不高, 因此, 剔除这些标的再观察估值水平, 更能表现投资人感知的实际情况。

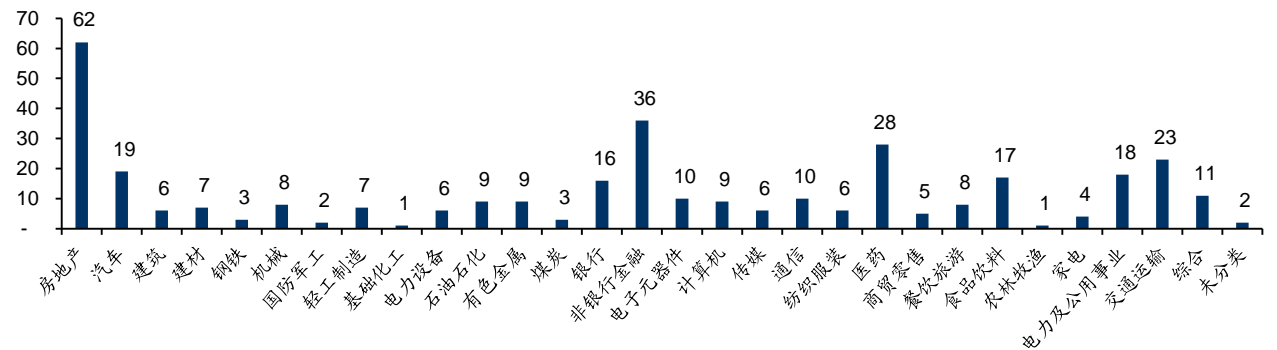
表 10: 港股通市值分布

	中小	中型	中大
市值标准 (亿港元)	100	100-500	500 以上
标的数量	115	188	163

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

如下:

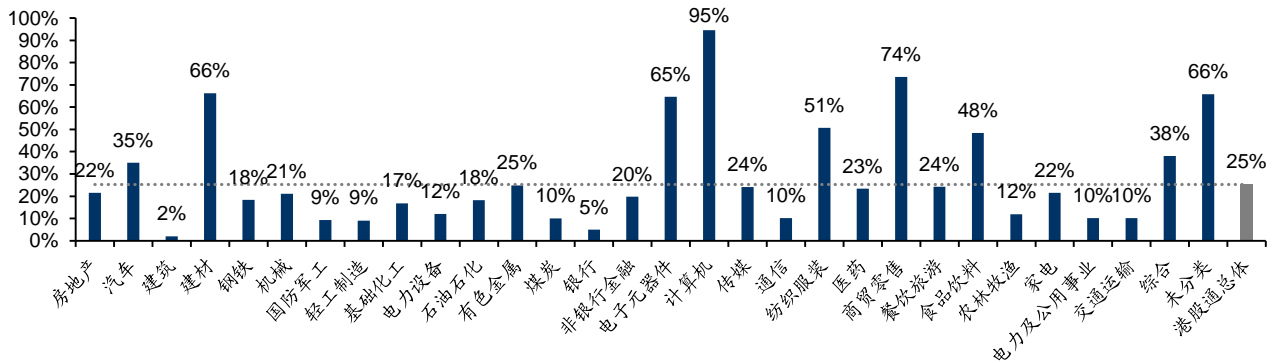
图 64: 100 亿市值以上港股通标的行业分布 (237 家)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

港股通 100 亿市值以上所有样本的 PB 分位为 25%。在这一比较中, 我们看出, 计算机行业的估值接近 5 年最高水平, 其次相对较高的是建材、商贸零售、电子元器件。相对较低的依然是: 房地产、建筑、钢铁、轻工制造 (造纸)、基础化工、电力设备、石油石化、煤炭、银行、非银行金融、通信、农林牧渔、公用事业、交通运输等周期性行业。

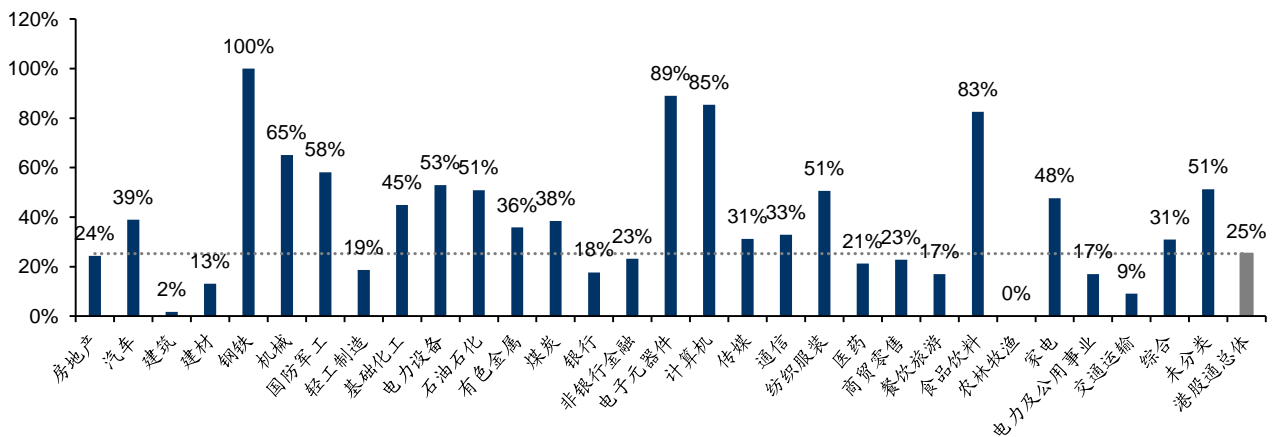
图 65: 100 亿市值以上港股通各行业 PB 分位 (2016-今)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

PE 估值和 PB 估值得到的结论类似, 提示的是, 在下图的左侧一些周期性行业中, 此项意义不大, 因为周期性行业在周期底部盈利不佳, 往往是 PE 的高位, PB 的低位。

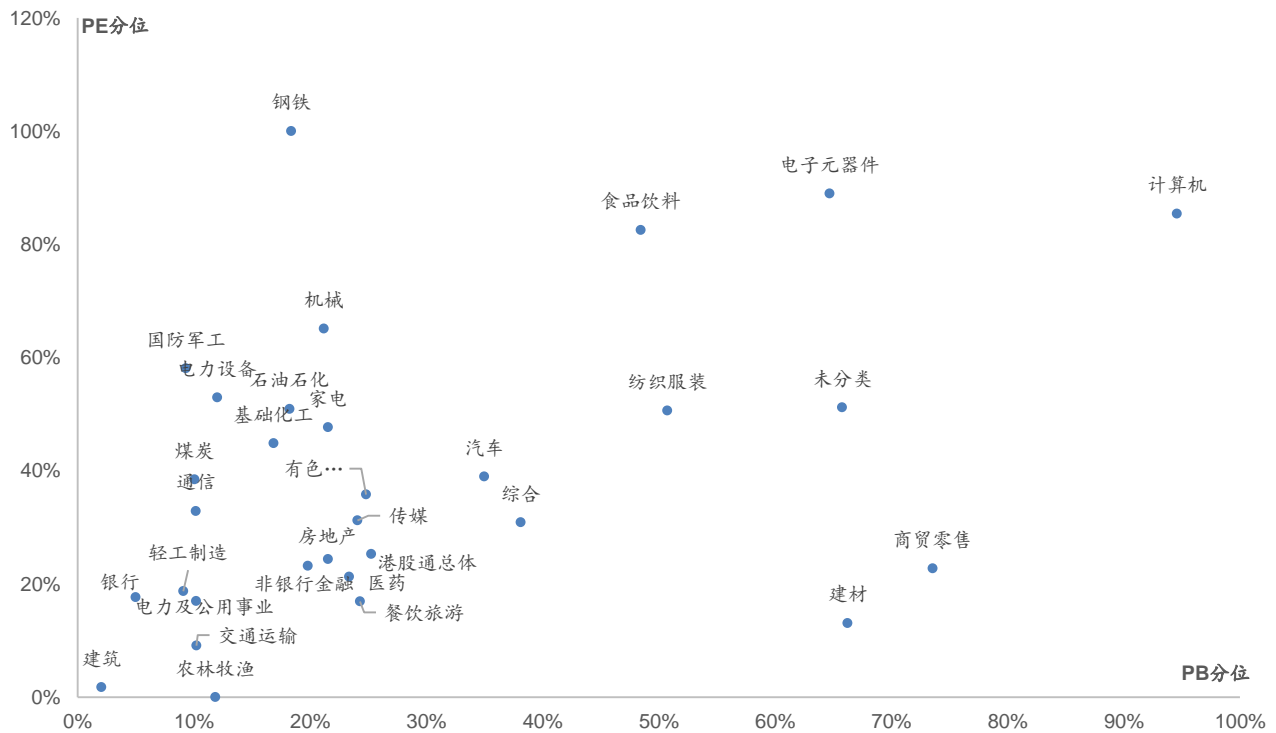
图 66: 100 亿市值以上港股通各行业 PE-TTM 分位 (2016-今)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

将两者叠加在一张图表上, 如下:

图 67：100 亿市值以上的港股通各行业 PE/PB 分位（2016-今）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

- 1、周期性行业且具有做多时间窗：非银行金融、建筑、房地产、银行、汽车、轻工制造、建材，这些板块即具备了做多时间窗，又有估值优势；
- 2、长期看好且具有估值优势：医药、餐饮旅游（主要是博彩），虽然不属于周期中下游，但是它们是具有估值优势的消费股，因此，选择亚龙头（因为部分龙头企业估值较高）或者具备更好成长性的中小型个股，也是不错的选择；
- 3、科技股中，由于疫情强化了互联网、SAAS的企业优势，它们下半年也有较好的表现，但由于部分公司估值切换至 2022 年，因此主要考虑赚业绩提升的钱；电子元器件是顺周期板块，且目前估值只指向 2021 年，因此下半年机会显著。

部分重点方向概述

非银金融：全面牛市中高贝塔

1、证券行业：资本市场改革持续为证券行业释放红利

宏观层面，金融供给侧改革提出要增加有效供给，服务新兴产业，促进我国经济转型，这将有利于我国直接融资比重的增加；基础制度层面，注册制改革承担起服务战略性新兴产业的使命，创业板、新三板改革也将增加对创新型成长企业的包容性，这将扩展我国证券公司的业务范围和利润来源；对外层面，资本市场对外开放政策不断深化，国内证券公司不仅要服务国内企业“走出去”，还将直面外资的需求和外资金融机构的竞争，这将促使我国证券公司进一步提升竞争力。

其次，改革将推动我国证券公司从“通道类中介”向“专业型投行”转型，证券公司将迎来高质量发展的新机遇。证券公司作为连接资本市场和实体经济的桥梁，投行业务、机构业务、资本中介业务、零售经纪业务将进行相应的模式调整和业务优化，从而更好地满足实体经济转型的需求。大型券商凭借规模优势、平

台优势、品牌优势，龙头优势将逐渐扩大，特色券商则有望通过其特色业务的领先优势脱颖而出。

资本市场改革将促进我国证券公司从“通道类中介”向“专业型投行”转型。长久以来，我国证券公司扮演着“通道”类角色，轻资产业务占比较高，主要表现为：经纪业务以交易佣金收入为主，为机构客户提供财富管理服务的不足；投行业务以承销和保荐业务为主，服务新兴产业功能不足；资产管理业务以通道类业务为主，主动管理能力不强。资本市场改革将使证券公司扩大业务范围，增强专业服务水平，从而提高资源配置效率。

在我们年度策略报告，对今年全面牛市的其中一个重要情景是这么判断的：“成交量的放大：随着外资、社保等不同的基金对 A 股、港股的配置比重的将不断增加，A 股指数在犹豫中突破 3288 点之后，市场的人气开始激活，2020 年上半年成交量将会明显好过 2019 年下半年。一旦牛市形态确认，由于宽松的流动性加之财富效应的显现，2020 年下半年又明显超越 2020 年上半年。”2020 年 7 月 3 日，全 A 成交额 1.17 万亿，显著超越市场预期的下半年 7000 亿/天的水平，我们认为，随着指数的抬升，年底有望见到 1.5-2 万亿/天成交额水平，而 2021 年下半年，有望达到 2.5-3 万亿/天成交额水平。

中国股市的全面牛市比较罕见，仅存在于 1991-1992 年，2006-2007 年，期间间隔 14-15 年，这是基钦周期（短周期）与大宗商品周期（中周期）共振的结果（关于这部分内容，我们在年度投资策略已经阐述得比较完整，这里不再赘述）。由于 1991-1992 年，券商没有上市，在 2006-2007 一轮，券商的估值高点（A 股）为，中信证券 18 倍 PB，海通证券 32 倍 PB，国金证券 23 倍 PB，东北证券 19 倍 PB...截至 2020 年 7 月 3 日，A 股券商 PB 中位数 1.8 倍，我们估计，明年券商的估值水平有望提升 150-200%左右，到达 4-5 倍 PB 左右。

因此，我们认为，投资人应该从结构性牛市的思维中走出，而重新审视我们去年的明确，也是全市场唯一提出的“全面牛市”的情景，因为在这个情境下，对后市的格局判断会大不同，对券商板块的表现判断也会大不同。

如果在重新阅读我们 2020 年度策略报告《全面牛市的号角》之后，还有疑虑，请回想一下我们之前讨论过的一些细节：

1) 牛市的确认：从 1991 年到 2020 年，下半年突破上半年的高点，即牛市的确认（历史任何一个牛市，1991、1996、2000、2006、2007、2009、2014、2016、2017，均没有例外），7 月 3 日已然发生，上证指数突破了上半年的高点 3127 点；

2) 从结构性牛市转向全面牛市：上证指数是周期+金融，深成指是科技+消费，创业板是科技，参见《经济周期随笔 3：基钦周期与市场结构》，上证指数的突破代表了结构性牛市向全面牛市的转变，同时也代表着此次全面牛市志在高远；

3) 成交量的历史比较：2020 年 7 月 3 日，全 A 单日成交量 1.17 万亿，相较 2006 年 7 月 6 日（2006 年上证指数突破上半年高点时间）的 467 亿，大约为 25 倍之多！这表明中国股市经历了十几年的发展后，在国民经济中的地位越发明显，参与度大幅提高；

4) 外资流入加速：最近 6 个月，北向资金净流入合计 1,383 元，在过去的 7 个交易日里，北向资金净利润为 517 亿元，也就是最近 7 个交易日的净买入量约为最近 6 个月的 37%。下半年伴随 MSCI 继续扩容，以及中国经济的一枝独秀，交易量有望超预期放大。

2、保险行业：长期增长潜力未改

国内寿险行业的竞争格局十分有利于龙头企业，但现在面临的困扰包括：新增保单逻辑下的代理人渠道实力；存量保单逻辑下的资产稳健度。人力驱动策略正逐渐“失灵”，代理人的精英化是必经之路，大型寿险企业正在进行产能转型，

探索行业增长新模式。如果转型成功，未来将迎接新的价值增长点。行业正发生积极变化，保险公司通过增配长久期债券、回归保障等方式，可以提升资产负债表的强健程度。我们认为目前的时点是配置龙头寿险企业的窗口期，行业景气度大概率会持续提升。

上半年不乐观，但最坏的时候已经过去：代理人增速趋缓、严监管、竞争加剧等原因导致近两年来行业保费增速趋缓，行业进入周期低谷。展望下半年，随着线下展业逐步恢复、居民保障需求提升、重疾定义及发生率表修订即将落地，短期复苏可期。长期而言，梯次消费升级对寿险增长带来持续动力。

渠道转型任重道远，探索增长新模式：人力驱动策略在过去十余年屡试不爽，但在供给端与需求端均发生较大变化的环境下，人力驱动策略逐渐“失灵”，需从粗放式的增长转向高质量的精细化发展。以友邦为例，友邦严格执行代理人渠道的精英化策略，带来高盈利能力。2019年以来，上市保险公司围绕代理人渠道制定了相应的策略，多途径推动代理人渠道高质量发展，进一步提升产能。

资产端或超预期，资产负债匹配提升：随着我国监管层以及保险行业越来越重视资产负债管理，寿险企业通过下调预定利率、回归保障、提升分红险占比、加大长久期债券配置等方式应对低利率冲击，利率风险将逐渐得到有效改善。超长地方债供应增加，保险公司通过增配长久期债券，可以提升资产负债表的强健程度。

表 11: 重点非银行公司估值

代码	公司	行业	市值	PB	PE20	PE21	股息率	负债率	19ROE	20ROE	21ROE	ROE/PB
0388.HK	香港交易所	非银行金融	4,379	10.27	43.8	39.2	2.7%	82%	22.1%	22.1%	23.6%	2.2%
2318.HK	中国平安	非银行金融	15,306	1.96	9.0	7.6	2.3%	90%	24.3%	27.8%	29.6%	14.2%
2628.HK	中国人寿	非银行金融	8,860	1.10	9.1	7.6	0.8%	89%	16.1%	11.6%	12.6%	10.5%
0966.HK	中国太平	非银行金融	497	0.65	5.5	4.5	0.5%	89%	12.7%	10.7%	11.3%	16.4%
2328.HK	中国财险	非银行金融	1,570	0.83	6.2	5.5	3.3%	74%	15.6%	12.6%	13.2%	15.2%
1508.HK	中国再保险	非银行金融	357	0.37	5.3	4.6	2.8%	76%	7.3%	6.5%	7.3%	17.7%
1336.HK	新华保险	非银行金融	1,460	0.95	6.3	5.5	2.6%	91%	19.4%	15.0%	15.4%	15.7%
6030.HK	中信证券	非银行金融	3,749	1.17	14.0	12.2	2.0%	78%	7.8%	8.8%	9.3%	7.5%
6886.HK	HTSC	非银行金融	2,030	0.94	11.9	10.6	2.5%	76%	8.0%	7.9%	8.4%	8.3%
6837.HK	海通证券	非银行金融	1,567	0.61	7.3	6.4	1.9%	78%	7.8%	8.0%	8.7%	13.1%
6881.HK	中国银河	非银行金融	1,160	0.65	8.5	7.9	2.2%	78%	7.6%	7.6%	7.7%	11.8%
3908.HK	中金公司	非银行金融	759	1.40	13.5	11.2	1.1%	86%	9.4%	10.2%	11.3%	7.3%
1776.HK	广发证券	非银行金融	1,234	0.70	8.2	7.9	2.3%	77%	8.6%	8.4%	8.1%	12.1%
6099.HK	招商证券	非银行金融	1,774	0.76	8.9	8.2	3.0%	77%	8.8%	9.4%	9.3%	12.2%
2611.HK	国泰君安	非银行金融	1,783	0.71	10.0	8.9	2.3%	74%	6.6%	7.4%	7.9%	10.5%
6066.HK	中信建投证券	非银行金融	3,492	1.42	12.9	10.8	2.7%	80%	10.6%	10.4%	11.7%	7.3%
6806.HK	申万宏源	非银行金融	1,535	0.72	9.6	8.9	0.0%	78%	7.5%	7.5%	7.6%	10.4%
3958.HK	东方证券	非银行金融	782	0.59	11.3	10.4	2.3%	79%	4.6%	5.2%	5.5%	8.9%
中位数				0.80	9.1	8.1	2.3%	78.2%	8.7%	9.1%	9.3%	11.1%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（带*为国信证券经济研究所预测，其余数据为Wind一致预期）

银行：让利、息差压缩空间有限，估值足够安全的顺周期品种

让利实体不能过分损害银行的盈利能力：我国银行业利润增长主要来自于规模的扩张和较低的管理成本，这与间接融资为主的金融市场和廉价的劳动力相关。同时，我国银行利润主要用来补充核心一级资本，过分压降银行利润可能会带来较大金融风险。

银行实际净息差（净息差扣除信贷成本和经营成本）压缩空间有限：从成本加成定价模型来看，“贷款利率=资金成本+风险成本+经营成本+机会成本+银行目标收益率”。计算的 25 家上市银行 2020 年一季度实际净息差为 0.45%，考虑信用风险滞后性的实际净息差更小。受贸易摩擦冲击，我国经济自 2018 年下半年以来就出现较大幅度下行，今年经济下行压力更大。加上此轮政策偏向中小微企业，更是实施延期还本付息等政策，预计银行未来不良处置压力将大幅

提升。根据测算，若不考虑主动调降拨备释放利润，2020年不良净生成率提升10bps至1.09%，那么净息差收窄6.5bps至1.94%，净利润增速就降为0%。支持实体经济需要引导银行负债成本进一步下行：央行目前采取多政策引导银行负债成本下行，但由于一般存款成本持续提升，银行负债成本居高不下。对于如何降低存款成本，我们认为短期可采取的措施主要包括，（1）适度调降存款基准利率，该政策效果最直接有效，但面临存款流失等风险；（2）降低存款考核重要性来缓解竞争压力；（3）加强高息存款产品的监管。长远来看需要加快推进存款利率市场化，可借鉴美国经验探索开展货币市场存款业务。

预计2020年上市银行净利润增速在3.0%附近：预计25家上市银行2020年资产扩张速度提升至约11%，净息差收窄约6-10bps至1.90%-1.94%，不良贷款净生成率提升约12bps至1.11%附近。在此情况下，预计银行会下调拨备覆盖率6-9个百分点以维持净利润增长，据此测算，2020年全年归母净利润增速在3.0%附近。

因此，银行是个稳健、安全边际十足的板块，是顺周期的行业，我们总体看好银行在下半年的表现。

表 12: 重点银行业公司估值

代码	公司	行业	市值	PB	PE20	PE21	股息率	负债率	19ROE	20ROE	21ROE	ROE/PB
0939.HK	建设银行	银行	15,465	0.62	5.0	4.8	5.2%	92%	12.7%	12.2%	11.8%	19.6%
1398.HK	工商银行	银行	19,534	0.57	5.0	4.8	4.7%	92%	12.5%	12.1%	11.6%	21.2%
1288.HK	农业银行	银行	13,204	0.48	4.4	4.2	5.8%	93%	11.7%	11.4%	11.1%	23.8%
3328.HK	交通银行	银行	4,083	0.45	4.4	4.2	5.4%	93%	10.4%	10.2%	9.8%	22.6%
3968.HK	招商银行	银行	10,035	1.36	8.5	7.6	2.7%	92%	16.1%	16.1%	16.1%	11.8%
2388.HK	中银香港	银行	2,532	0.91	7.9	7.6	5.4%	90%	12.5%	10.4%	10.2%	11.4%
3618.HK	重庆农村商业银行	银行	586	0.36	3.5	3.3	5.9%	93%	12.3%	10.7%	10.5%	29.8%
0998.HK	中信银行	银行	2,621	0.29	3.1	2.9	5.6%	93%	10.1%	10.5%	10.4%	35.6%
3988.HK	中国银行	银行	10,920	0.41	4.2	4.1	6.3%	91%	10.8%	10.8%	10.3%	26.2%
6818.HK	中国光大银行	银行	2,145	0.36	3.6	3.3	5.1%	93%	10.6%	11.3%	11.6%	31.0%
1658.HK	邮储银行	银行	4,414	0.59	5.4	4.8	4.2%	95%	12.0%	12.3%	12.6%	20.8%
中位数				0.48	4.4	4.2	5.4%	93%	12.0%	11.3%	11.1%	22.6%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（带*为国信证券经济研究所预测，其余数据为Wind一致预期）

周期中下游：以房地产、汽车、机械、造纸为代表的行业转暖

1、房地产：明确看好三季度地产股超额收益，当前即是布局良机

房地产上半年二季度销售修复，更多是疫情后的购房需求和推盘需求同步释放带来的“填坑”，不改变销售下行趋势，供给驱动力量减弱，下半年销售难以延续修复，预计全年-5%到-10%。由于土储仍然相对充足，叠加新开去化仍处相对高位，房企兼具开工意愿与开工能力，新开工规模预计与上年持平。投资端上，建安投资与土地购置费在时间上的“错位”在下半年仍将维持，土地购置拉动减弱，建安投资拉动增强，全年预计+7%，下行压力将在明年体现。竣工预期趋势不变，预计全年+5%以上。

看好三季度需求端实质性放松：上半年政策以供给端为主，看好三季度需求端政策的实质性放松。二季度压抑的购房需求和推盘需求的同步释放驱动成交回暖。但成交回暖并不代表需求回暖，三季度开始，去化率的下行将进一步降低开发商的扩张积极性，并直接影响土地市场，这将显著改变调控基调。

自由现金流改善，杠杆消费下降：以主流房企作为样本，可以看到龙头房企与中型房企在2019年均呈现净经营资产增速降低、自由现金流改善的特点，综合来看，2019年样本房企扩张节奏创十年新低，2020年销售增长基础削弱。杠杆消费下降，但ROE对杠杆的依赖仍处2014年以来的高位。

短期视角看好三季度政策放松，预期差收敛将带来明显的超额收益。随着“填坑”

过程接近尾声，地产销售仍然会回到下行周期的“渐近线”上。“三稳”诉求下预计三季度有望看到需求端的“实质”放松。同时，地产股估值反映了过度悲观的预期，估值进一步下降的概率和空间都不大，随着竣工上修、交房结算，20/21两年业绩确定性增长，这将驱动板块实现绝对收益。长期来看，主流房企 ROIC 仍有提升空间，经营效率的提升有望降低 ROE 对财务杠杆的依赖，降低房企风险溢价，从分母端提升房企价值；同时，随着行业空间收窄、规模诉求降低，房企 FCFF 将大幅好转，公司现金分红比例可以提升至非常高的水平，从分子端提升房企价值。

表 13: 重点房地产行业公司估值

代码	简称	市值 (亿港元)	股价	2019 EPS	2020 EPS	PE 2019	PE 2020	PB	评级
3377.HK	远洋集团*	156	2.05	0.71	0.85	2.9	2.4	0.3	增持
1628.HK	禹洲集团*	192	3.68	0.78	0.95	4.7	3.9	0.8	增持
3380.HK	龙光集团*	825	14.94	2.21	2.43	6.7	6.1	2.2	买入
0884.HK	旭辉控股集团*	575	7.08	0.90	1.14	7.88	6.2	1.71	买入
1238.HK	宝龙地产*	224	5.41	1.10	0.92	4.92	5.9	0.63	买入
3333.HK	中国恒大*	3,368	25.80	3.42	3.76	7.55	6.9	2.07	买入
1638.HK	佳兆业集团*	202	3.31	0.51	1.07	6.47	3.1	0.70	买入
2007.HK	碧桂园*	2,270	10.38	1.96	2.31	5.29	4.5	1.34	买入
1109.HK	华润置地*	2,314	32.45	5.04	3.66	6.44	8.9	1.19	买入
1813.HK	合景泰富集团*	466	14.68	1.59	1.93	9.24	7.6	1.17	买入
3301.HK	融信中国*	129	7.55	2.05	2.54	3.68	3.0	0.70	买入
0960.HK	龙湖集团*	2,317	38.65	2.85	3.44	13.56	11.2	2.21	买入
1918.HK	融创中国*	1,787	38.35	6.56	7.98	5.84	4.8	1.93	买入

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (带*为国信证券经济研究所预测, 其余数据为 Wind 一致预期)

2、汽车: 看好日系车产能投放周期以及海外丰富的车型储备

汽车行业销量主要受到宏观经济以及刺激政策影响较为显著, 目前来看尚未看到宏观经济数据企稳, 同时叠加疫情对乘用车供需的影响 (今年在较大压力下大概率将出现较强度度的刺激政策), 预计 2020 年下半年汽车销量将企稳, 与去年同期相比呈持平态势, 乘用车板块销量在中性假设下约 11% 的同比下滑, 年销量达到 1917 万辆。商用车由于其具备周期性, 预计今年维持 -2% 小幅度下滑, 年销量达到 423 万辆, 汽车板块整体同比下滑 9.2%, 年销量 2340 万辆。

表 14: 2020 年汽车销量预测 (万辆)

预测项	2018 年销量	2018 年销量 同比增速	2019 年销量	2019 年销量同 比增速	2020 年 1-5 月销 量	2020 年 1-5 月销量 同比增速	2020 年销 量预测	2020 年 销量同 比增速
汽车合计	2804	-2.8%	2577	-8.2%	796	-22.6%	2340	-9.2%
乘用车	2367	-4.3%	2143	-9.5%	611	-27.4%	1917	-10.5%
商用车	437	5.0%	432	-1.1%	185	-1.0%	423	-2.0%

资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所预测

我们对国内汽车工业市场空间的测算主要分四个步骤: 成熟期后国内汽车千人保有量预测-成熟期后国内汽车保有量预测 (内含未来国内人口预测)-成熟期后国内汽车保有量/销量系数预测-成熟期后国内汽车销量预测。

第一步: 长期 (成熟期阶段) 来看我国汽车千人保有量水平预测:

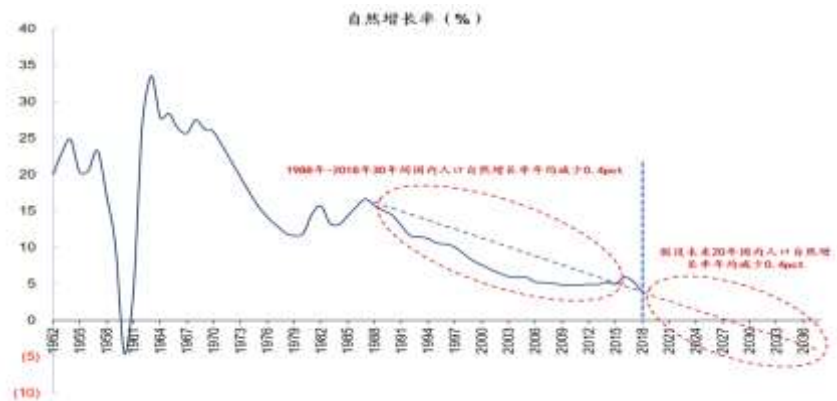
总结来看, 我们一方面系统性梳理了全球各国汽车千人保有量并进行了多因素分析, 综合考虑人均 GDP、人均公路里程、人口密度、公路里程密度, 其中人均 GDP 和汽车千人保有量呈现出较强的正相关关系; 另一方面系统梳理国内 31 个省份千人保有量水平, 并进一步对省会城市、非省会发达城市、限购城市进行细化研究, 探讨国内千人保有量区域性差异及其增长潜力。通过全球和国内分区域比较分析后, 我们认为国内汽车工业从成长期进入成熟期的时间周期约 20 年左右, 进入成熟期

后达到 400 辆/千人的汽车千人保有量是较为合理的水平。

第二步：长期（成熟期阶段）来看我国汽车保有量水平预测：

我们梳理 1952 年以来的国内人口自然增长率曲线，过去 18 年（2000 年以来）我国人口自然增长率在 4%-7% 的增速区间内，1988 年-2018 年的 30 年间，国内人口自然增长率从 16.6% 逐年收窄至 3.8%，平均每年大约回落 0.4 个百分点，我们考虑未来二十年国内人口自然增长率仍然以 0.4pct 的回落速度发展，预计未来 20 年国内人口自然增长率的平均增速约为 0%，也就是说，20 年后国内人口规模与当前（2018 年）基本持平（约 13.9 亿人）。

图 68：1952 年至今中国人口自然增长率



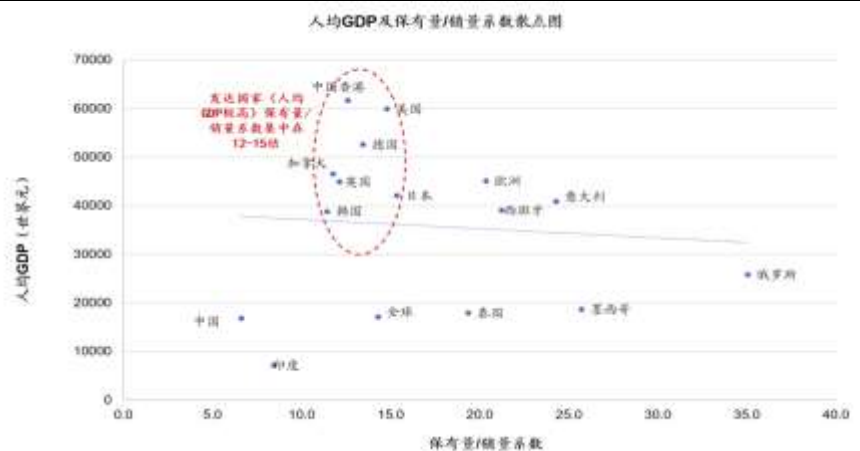
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

我们已经给出国内汽车工业进入成熟期后（20 年后）400 辆/千人的合理水平，考虑成熟期后（20 年后）我国人口规模预计和现在基本持平（13.9 亿人），我们测算届时国内汽车保有量约 5.58 亿辆。是现有汽车保有量（2018 年 2.4 亿辆）2.32 倍。

第三步：长期（成熟期阶段）来看我国汽车保有量/销量系数预测：

以全球各区域发达国家的“保有量/销量系数”为标准进行比照来看，其中北美区域：美国 14.8、加拿大 11.8；亚洲区域：日本 15.3、韩国 11.4；欧洲区域：英国 12.1、德国 13.5。大多数发达国家的成熟汽车市场中保有量/销量系数在 12-15 倍之间。国内汽车工业仍然处于较为早期的发展阶段，保有量/销量系数较低（2018 年仅为 8 倍），我们给予中国成熟汽车市场 13-14 倍的保有量/销量系数假设。

图 69：发达国家保有量/销量水平大多在 12-15 倍区间



资料来源：OICA、世界银行，国信证券经济研究所整理

第四步：长期（成熟期阶段）来看我国汽车销量水平预测：

经过上述三大步骤，我们已经给出了国内汽车工业成熟期后（20年后）5.58 亿辆的保有量、13-14 倍保有量/销量系数假设，该假设下预计成熟期后中国汽车销量约为 4000-4300 万辆/年（=保有量/保有量比销量系数），距离当前（2018 年）汽车销量 2808 万辆，仍有 42%-53% 的增长空间，未来 20 年销量年均复合增速约 2%。

表 15：重点汽车行业公司估值

代码	公司	行业	市值	PB	PE20	PE21	股息率	负债率	19ROE	20ROE	21ROE	ROE/PB
1211.HK	比亚迪股份	汽车	2,200	2.98	57.5	51.7	0.6%	69%	2.9%	5.0%	5.3%	1.7%
0175.HK	吉利汽车	汽车	1,389	2.29	13.7	11.6	2.3%	49%	16.5%	15.0%	15.3%	6.5%
2238.HK	广汽集团	汽车	935	0.70	6.6	5.5	3.9%	37%	8.4%	9.9%	10.9%	14.2%
0425.HK	敏实集团	汽车	264	1.65	14.7	12.4	2.4%	34%	12.3%	10.5%	11.7%	6.4%
0489.HK	东风集团股份	汽车	433	0.30	3.1	2.9	5.4%	45%	10.4%	9.4%	9.3%	31.1%
0868.HK	信义玻璃	汽车	390	1.87	8.7	7.6	5.0%	45%	22.7%	18.3%	18.6%	9.8%
0881.HK	中升控股	汽车	1,086	4.47	19.6	16.0	1.2%	66%	22.5%	20.3%	20.8%	4.5%
1114.HK	BRILLIANCE	汽车	417	1.10	5.5	4.8	10.5%	23%	20.8%	18.4%	17.3%	16.7%
1316.HK	耐世特	汽车	134	0.95	9.8	7.0	3.4%	44%	13.3%	9.0%	11.8%	9.5%
1958.HK	北京汽车	汽车	289	0.52	7.2	5.7	4.9%	65%	8.3%	7.3%	8.6%	13.8%
2333.HK	长城汽车	汽车	725	0.83	10.2	8.4	5.8%	45%	8.4%	7.6%	9.0%	9.2%
2338.HK	潍柴动力	汽车	1,311	2.46	11.8	10.8	2.9%	72%	21.5%	19.5%	18.6%	7.9%
3606.HK	福耀玻璃	汽车	583	2.06	13.9	11.8	3.6%	50%	13.9%	14.3%	15.8%	6.9%
3808.HK	中国重汽	汽车	616	2.02	13.3	13.2	3.9%	56%	12.6%	14.7%	13.3%	7.3%
中位数				1.76	11.0	9.6	3.7%	47%	13%	12%	13%	8.6%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（带*为国信证券经济研究所预测，其余数据为 Wind 一致预期）

3、看好龙头纸企的整合能力

我国的包装纸行业在 2018 年受到贸易战和国内经济形势影响，出现了 2013 年来的首次负增长。其中箱板纸产销量分别同比下降 10.1% 和 6.6%；瓦楞纸产销量分别同比下降 9.9% 和 7.6%。2018 年 Q3 开始，由于下游需求疲软，纸价自高位回落，纸企经历了接近一年的去库存阶段。2019 年以来，造纸行业开始出现产量的月度同比增速拐点。近 1 年的去库存后成品纸的库存下降至低位，箱板纸和瓦楞纸开始出现持续至今的连续涨价。我们认为产量回暖、库存低位结合本轮涨价或许可以回答此前市场对行业缺乏信心的一个重要担忧，就是需求可能没有想象那么差。

供给侧结构优化已渐深入。在环保和市场竞争激烈的背景下，我国的包装纸行业自 2016 年以来持续出清落后产能。与此同时，龙头纸企凭借自身综合优势，仍有能力扩充产能。此消彼长下，我国包装纸行业的产能结构已在悄然中实现了巨大优化。我们认为，今后长期看，包装纸行业的分化将持续。龙头企业在占领更大市场份额的同时，有能力进行上下游布局，整合产业链提升自身的盈利能力、稳定性。相当数量的中小企业，将在环保高压后的市场竞争中，逐渐退出。

关注包装纸行业供给侧变化带来的投资机遇。根据我们测算，在需求不出现明显萎缩的前提下，2020 年若外废配额继续大幅度减少，将很有可能出现废纸原材料短缺的预期。这可能会使得中游纸企出现高价抢购囤积废纸的行情，造成废纸紧缺、供给端部分产能失效、供需结构失衡的局面，推动废纸和成品纸价格上涨。在废纸争夺中，具备资金、渠道和规模优势的龙头企业有望凭借其其对下游较强的议价能力，提高自身毛利率，从而获得巨大的利润弹性。

表 16: 重点周期中下游行业公司估值

代码	公司	行业	市值	PB	PE20	PE21	股息率	负债率	19ROE	20ROE	21ROE	ROE/PB
0857.HK	中国石油股份	石油石化	8,422	0.37	-72.0	26.1	4.8%	46%	3.7%	-1.3%	0.8%	-3.4%
0914.HK	海螺水泥	建材	3,216	1.90	7.8	7.7	3.4%	19%	26.9%	22.7%	20.2%	12.0%
0323.HK	马鞍山钢铁股份	钢铁	216	0.54	9.1	7.5	11.2%	63%	4.1%	5.9%	6.9%	10.9%
0347.HK	鞍钢股份	钢铁	258	0.32	10.5	8.0	7.7%	42%	3.4%	3.0%	3.9%	9.4%
0581.HK	中国东方集团	钢铁	83	0.38	2.8	2.7	10.2%	42%	17.4%	13.4%	12.3%	35.0%
3323.HK	中国建材	建材	739	0.66	5.0	4.6	2.1%	68%	14.4%	14.0%	13.5%	21.1%
1800.HK	中国交通建设	建筑	1,233	0.32	3.2	2.9	3.6%	75%	9.4%	9.1%	9.3%	28.6%
1186.HK	中国铁建	建筑	1,267	0.38	3.6	3.2	2.8%	78%	10.6%	9.4%	9.9%	24.9%
0390.HK	中国中铁	建筑	1,362	0.42	4.1	3.7	3.0%	77%	11.5%	10.2%	10.4%	24.0%
0148.HK	建滔集团	基础化工	240	0.48	0.0	0.0	3.9%	43%	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
1072.HK	东方电气	电力设备	298	0.40	8.0	6.7	2.7%	64%	4.4%	5.0%	5.8%	12.4%
1882.HK	海天国际	机械	260	1.78	13.4	11.9	2.1%	31%	14.0%	12.9%	13.3%	7.3%
3339.HK	中国龙工	机械	105	1.04	7.4	7.3	8.5%	43%	19.0%	13.8%	13.2%	13.3%
0317.HK	中船防务	国防军工	193	0.58	18.2	14.8	0.0%	68%	5.5%	4.0%	4.8%	6.9%
2357.HK	中航科工	国防军工	224	1.08	12.3	10.7	1.0%	58%	7.8%	8.6%	9.1%	8.0%
1999.HK	敏华控股	轻工制造	318	4.74	17.7	15.2	2.3%	48%	25.3%	22.1%	23.2%	4.7%
2314.HK	理文造纸	轻工制造	185	0.78	5.6	5.3	4.8%	43%	13.8%	12.3%	12.3%	15.7%
2689.HK	玖龙纸业*	轻工制造	348	0.80	6.2	5.7	3.9%	55%	10.5%	12.4%	12.3%	15.5%
中位数				0.56	6.8	6.2	3.3%	57%	10.6%	9.8%	10.1%	12.8%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (带*为国信证券经济研究所预测, 其余数据为 Wind 一致预期)

周期上游: 库存紧俏+预期复苏带来的超跌反弹, Q4-明年确认反转

以铜、铝为代表的有色金属, 在全球疫情如此重大, 停摆如此共振的情境下, 价格依然高过 2016 年初。悲观主义者或曾未认真推敲: 为什么当下全球经历百年一遇的疫情冲击, 然而商品价格却不再创新低? 在我们的体系中, 这就是周期的力量!

图 70: 伦敦铜报价



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

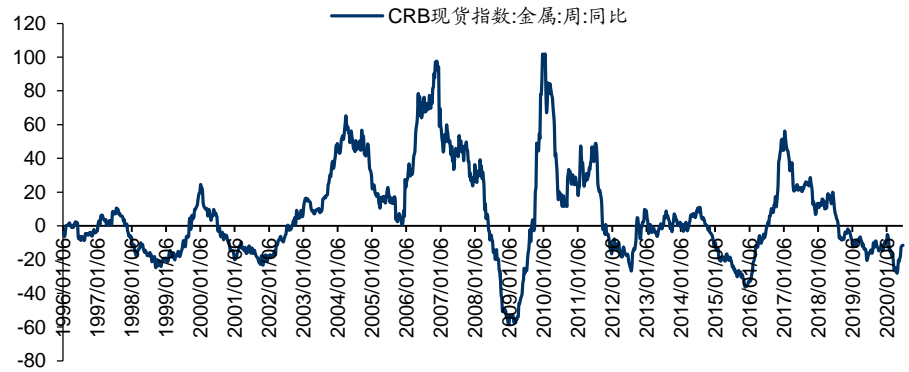
图 71: 伦敦铝报价



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

我们来看 CRB 金属指数在历史上的周期特征, 2015 年是大宗商品的终点/起点, 08 年金融危机快速的回调 (但不是大宗商品周期的低点, 这些都在年度报告中讨论过), 本轮疫情影响下的低点位置, 显著高于 2015 年、2008 年/2009 年, 这是因为供给与需求的匹配关系所致, 也与美元的贬值有关。短期来看, 海外的疫情控制的不利, 商品的价格可能会在反弹之后走一两个季度振荡期, 但股票会伴随 1、风险偏好的上行而上涨; 2、海外疫情导致的停工限产而推高短期价格。

图 72: CRB 金属指数



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 17: 重点周期上游公司估值

代码	公司	行业	市值	PB	PE20	PE21	股息率	负债率	19ROE	20ROE	21ROE	ROE/PB
1088.HK	中国神华	煤炭	3,325	0.66	6.2	6.5	6.3%	28%	12.1%	10.7%	9.7%	16.2%
1171.HK	兖州煤业股份	煤炭	434	0.45	3.9	4.1	24.6%	58%	17.7%	12.1%	11.2%	26.8%
0639.HK	首钢资源	煤炭	85	0.54	7.8	7.9	10.1%	22%	7.3%	6.9%	6.7%	12.7%
2899.HK	紫金矿业	有色金属	1,242	1.78	21.0	14.8	2.9%	60%	9.3%	8.3%	10.8%	4.7%
3993.HK	洛阳钼业	有色金属	898	1.34	38.2	25.7	3.7%	52%	4.5%	3.5%	5.0%	2.6%
1772.HK	赣锋锂业	有色金属	762	5.49	0.0	0.0	1.8%	44%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
0358.HK	江西铜业股份	有色金属	444	0.54	13.9	11.7	2.1%	58%	4.8%	3.5%	4.0%	6.5%
2600.HK	中国铝业	有色金属	491	0.45	20.3	16.2	0.0%	67%	1.6%	2.2%	2.7%	4.9%
1208.HK	五矿资源	有色金属	140	1.78	-28.8	45.8	0.0%	78%	-20.3%	-4.3%	3.8%	-2.4%
1378.HK	中国宏桥	有色金属	317	0.45	0.0	0.0	5.1%	63%	9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
中位数				0.60	7.0	9.8	3.3%	58%	6.0%	3.5%	4.5%	4.8%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

互联网: 本地生活、云、金融科技及游戏出海均迎来蓬勃发展

1、聚焦 20 万亿线下商机

2019 年阿里巴巴投资者大会数据显示, 我国线下本地生活服务的市场规模约 20 万亿。在互联网人口红利将尽的背景下, 以美团和阿里为代表的互联网公司积极布局线下场景: 2019 年 5 月, 美团点评正式推出新品牌“美团配送”, 并宣布升级配送平台, 与家乐福、CFB 集团、百果园、多点、叮当快药等企业达成合作, 形成 4 种运力网络模式, 集合“超脑”即时配送系统、无人配送车等智能装备, 力求满足不同配送场景和不同商家的需求。阿里巴巴继 2018 年合并饿了么和口碑后, 2019 年 6 月, 饿了么宣布旗下蜂鸟品牌独立并升级为“蜂鸟即配”, 将服务拓展到服饰、美妆、3C 配件等行业和更广泛的地域。蜂鸟即配可为阿里本地生活服务提供强大的物流支持, 成为连接最后三公里的脉搏。

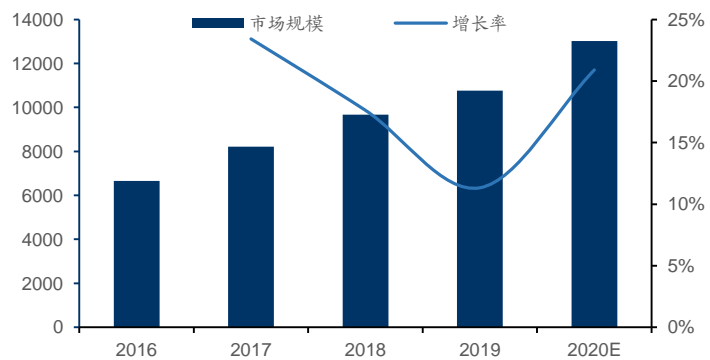
图 73: 阿里巴巴 VS 美团点评线下本地生活布局



资料来源: 艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

本地生活服务市场空间巨大, 阿里与美团两强竞争格局或将长期存在。艾媒咨询数据显示, 2020年, 中国本地生活服务市场规模有望超过 1.3 万亿, 同比增长 20.9%。未来随着本地生活商业模式的不断渗透、消费者对即时性消费的需求增加以及新零售对本地生活场景影响的扩大, 本地生活市场规模将大幅拓展。巨头为增强核心竞争力, 一方面积极赋能商家, 利用用户数据挖掘, 为商家提供运营反馈, 另一方面完善物流体系搭建, 以物流推动商流, 本地生活市场的竞争已经演变为商家、物流、数据系统等全方位的对抗, 预计市场将持续向头部集中, 美团点评在地推团队及下沉市场具有明显优势, 饿了么背靠阿里系, 拥有数据及母体流量优势, 未来本地生活两强相争的格局或将持续。

图 74: 2020 年中国本地生活服务市场规模有望超过 1.3 万亿 (亿元, %)



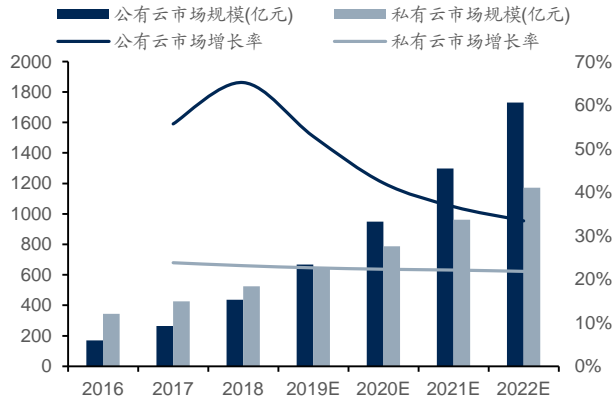
资料来源: 艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

2、云计算/SAAS 稳定成长

公有云及私有云均保持稳定发展, 阿里云在亚太地区的市场份额达 19.6%, 首超亚马逊及微软的总和。2018年, 我国云计算整体市场规模达 962.8 亿元, 同比增长 39.2%。其中, 公有云市场规模达到 437.4 亿元, 同比增长 65.2%, 预计 2022 年市场规模有望达到 1731 亿元; 私有云市场规模达 525.4 亿元, 同比增长 23.1%, 预计 2022 年市场规模有望达到 1172 亿元。市场份额: 2018 年, 阿里云在亚太地区的云计算市场份额达 19.6%, 份额同比增长 4.7 个百分点, 首次超过亚马逊和微软的总和 (同期亚马逊为 11%、微软为 8%)。营收增速:

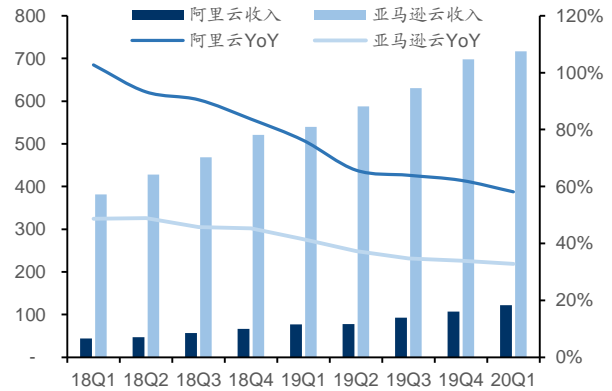
阿里云连续 10 个季度营收增速均保持在 58% 以上，2020Q1 疫情影响下，仍能保持 58% 的同比增速；亚马逊 AWS 连续 10 个季度营收增速保持在 30% 以上。

图 75: 我国公有云 VS 私有云市场规模及预测



资料来源: 中国信通院、国信证券经济研究所整理

图 76: 阿里云 VS 亚马逊云营收及增速 (亿元, %)



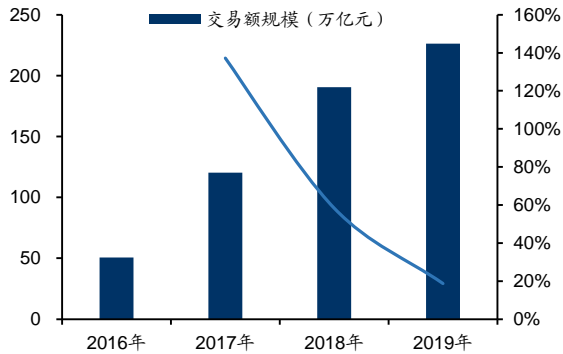
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

SaaS 市场规模同比增长 32%，各厂商积极加强 PaaS 层投入。IDC 数据显示，2018 年，中国本土企业级应用 SaaS 市场规模达到 19 亿美金，同比增长 32%，是中国传统应用软件市场（On-premise）增速的 8 倍。在亚太市场中（不含日本市场），中国企业级应用 SaaS 市场份额位居第一，约为美国企业级应用 SaaS 市场增速的 2 倍。市场格局方面，SaaS 相对 IaaS 更加分散，收入口径下，排名前三位的分别是金蝶、微软和 Salesforce，其市场份额分别为 5.3%、3.7% 以及 3.4%。SaaS 厂商积极构建 PaaS 平台，力求更好的满足中大型企业的需求，IDC 预测，未来快速发展期的中大型企业将成为头部 SaaS 厂商的主要竞争领域。

3、金融科技，行业收获期将至

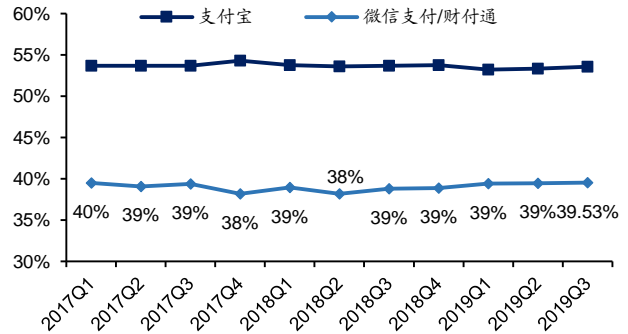
移动支付千亿级别赛道成长空间大，且集中度高。移动支付行业流水规模高达百万亿级别，经多年发展，仍能维持 20% 以上的同比增速，第三方支付机构可从中获得稳定的佣金收入。从收入口径来看，这是一条千亿级别的赛道。当前线下扫码支付的渗透率仅为 20%，而线下零售市场是线上零售的 4 倍，移动支付的市场规模仍具有一定的增长空间。在这样一个容量大且收入稳健的赛道中，孕育出了微信支付和蚂蚁金服两大巨头，行业 CR2 连续多年稳定在 90% 以上。

图 77: 2016-2019 移动支付行业规模及增速 (万亿)



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

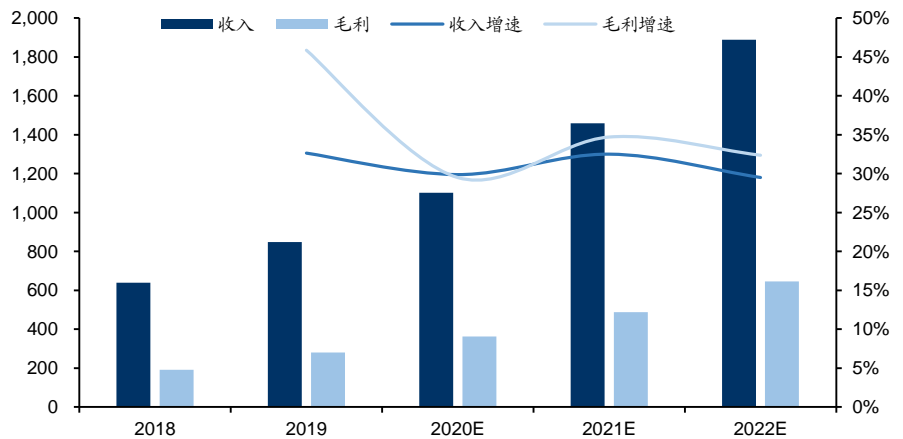
图 78: 历年社会消费品零售总额线上/线下占比



资料来源: 易观, 国信证券经济研究所整理

金融科技: 高弹性增长引擎, 引领腾讯下一个十年。腾讯以微信为支点, 在金融科技板块衍生出了支付、贷款和理财三大业务, 该板块在过去的几年表现十分靓丽: 我们测算, 在剔除备付金利息上缴的影响后, 该业务毛利率取得了显著增长。腾讯凭借微信支付在 C 端用户方面的量级、时长优势及牌照优势, 有望维持约 50% 的市占率。我们发现, 金融科技业务毛利弹性非常高: 在成本端费率不变的情况下, 商业支付的收入端费率每提升万分之一, 金融科技业务的毛利率可提升约 4 个百分点; 在收入端费率不变的情况下, 成本端费率每降低 1 个百分点, 支付业务的毛利率可提高 6.9 个百分点, 我们推算, 在行业规模提升、收入端费率提升、成本端费率微降的共振下, 金融科技未来三年毛利润的复合增速有望超过 40%。

图 79: 腾讯金融科技业务收入及毛利估算 (亿元, %)

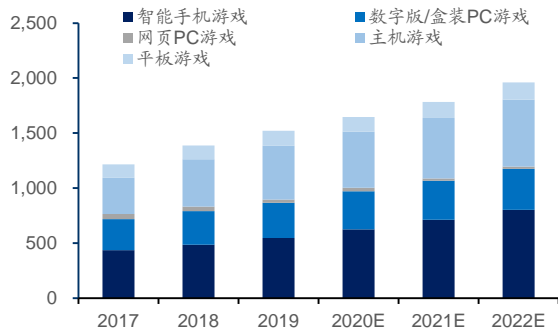


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

4、手游出海, 再造一个腾讯游戏

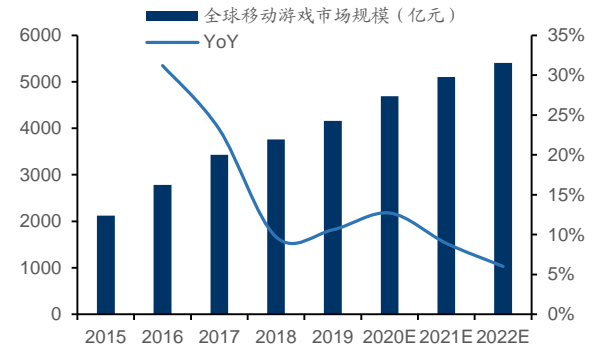
3000 亿海外游戏市场, 引中国手游厂商万众出海。2019 年, 全球移动游戏的市场规模约为 4157 亿元, 海外游戏市场规模约为中国的 2 倍。根据 App Annie 数据, 全球移动游戏正处于由用户时长及收入带动增长的下半场。与之相比, 中国游戏市场在版号限制及国内巨头的多年挖掘下已进入成熟期。中国游戏大厂腾讯、网易多年来在手游方面形成了全球领先的手游研发及运营能力, 海外相对宽松的监管政策, 尚未成熟的市场格局, 有待中国手游巨头的耕耘。

图 80: 2017-2022E 年全球游戏市场按终端划分



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 81: 2015-2022E 年全球移动游戏市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

腾讯投遍全球, 结盟海外游戏全产业链。以投资换合作是腾讯游戏布局海外的核心战略。其游戏投资布局始于 2005 年, 16 年来, 已投遍全球游戏的底层技术、游戏研发、运营、渠道及辅助各个环节。技术方面, 公司投资了虚幻游戏开发引擎技术商 Epic Games, 并意外收获头部手游《堡垒之夜》的代理权; IP 及研发环节, 公司投资了美国 Riot Games(拳头)、韩国蓝洞、芬兰 Supercell, 换取到了《英雄联盟》、《PUBG》以及 Supercell 旗下全部手游的代理权; 发行方面, 提早布局东南亚厂商 Garena 及韩国厂商 Netmarble, 为公司游戏出海铺平了道路。

表 18: 腾讯海外游戏投资遍布全产业链 (不完全统计)

产业链位置	投资时间	被投资公司	国家	投资金额	持股比例	业务备注
游戏技术底层	2012 年	Epic Games	美国	3.3 亿美元	48.40%	虚幻系列游戏引擎
	2015 年	拳头	美国	4 亿美元	100%	代表作《英雄联盟》
游戏开发	2010 年	Nextplay	韩国	15 亿韩元	-	代表作《QQ 仙境》
	2014 年	CJ Games	韩国	5 亿美元	28%	代表作《全民砰砰砰》
	2013 年	动视暴雪	美国	14 亿美元	6%	代表作《守望先锋》
游戏运营	2008 年	Outspark	美国	1100 万美元	-	北美地区网游运营平台
游戏渠道	2012 年	Level up	新加坡	2695 万美元	49%	掌握巴西、菲律宾及美国部分游戏分发渠道
	2012 年	Kakao	韩国	0.64 亿美元	13.84%	韩国移动游戏分发平台
游戏辅助	2012 年	Zam	欧洲	-	-	游戏插件社区
	2013 年	Kamcord	美国	-	-	游戏视频录制

资料来源: 国信证券经济研究所整理

凭借顶级 IP+手游研发能力, 腾讯有望持续输出全球性爆款。《PUBG MOBILE》和《CODM》在全球的成功, 验证了“大 IP+腾讯转手游+全球推行”的逻辑, 从手游厂商的研发实力、所在市场的规模以及研发、运营经验来看, 腾讯都具备了承接顶级 IP 的能力。存量 IP 方面, 《英雄联盟》、《DNF》最具看点; 潜在 IP 方面, 《守望先锋》, 任天堂《超级马里奥》、《精灵宝可梦》、《塞尔达传说荒野之息》、《异度神剑》均为顶尖的手游种子 IP, 有望支撑腾讯持续输出爆款手游。

腾讯金融科技、游戏出海详细内容, 详见我们的深度报告《手游出海: 腾讯的全球化野望》、《金融科技: 引领腾讯下一个十年》、《互联网行业专题报告: 移动支付, 收获期已至》。

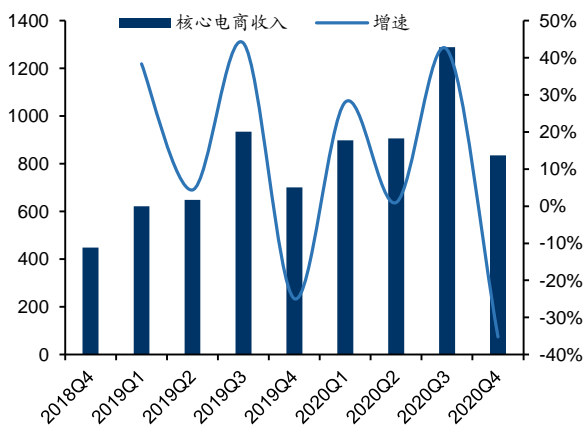
5、电商: 格局未清晰, 增量来自于下沉市场

从 2020Q1 阿里、京东、拼多多的财报中可以看出，电商行业在下沉市场仍有增量，但格局尚未清晰。FY2020Q1，阿里巴巴中国零售收入 834.84 亿元，同比增长 19%。在疫情影响订单量及发货速度的情况下，国内电商业务收入增速创下最低水平。从几个重要指标来看：

一季度用户增量次于拼多多及京东，下沉市场存在空间，但将面临激烈的竞争。一季度淘系电商新增的活跃买家数量为 1500 万，比同期拼多多的 4300 万及京东的 2500 万要低，虽然三者 GMV 仍存在明显差距，让市场感到焦虑的是，电商三大巨头之间活跃买家数量的差距越来越小。

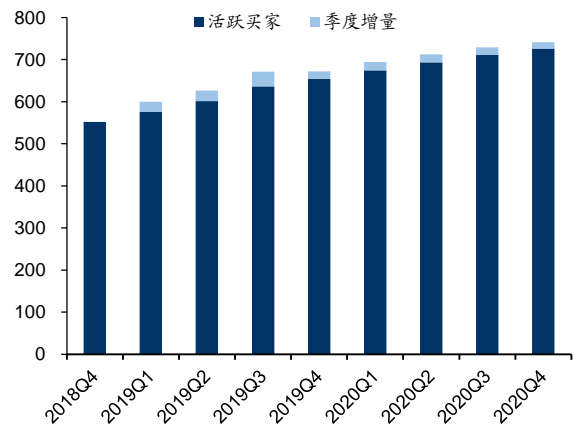
淘系电商的消费者，已经覆盖了我国发达地区人口的 85%，以及欠发达地区人口的 40%，可以说，增量用户几乎都位于下沉市场。阿里对下沉市场的用户尤为重视，向下沉市场寻找增量的意图非常明显，FY2020，超过 70% 的新增活跃消费者来自于欠发达地区，下沉市场存在增量用户，但拼多多拥有微信流量加持，我们判断，阿里未来的用户增长会面临竞争，该指标有待跟踪观察。

图 82: 阿里巴巴各季度核心电商收入及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：以上时间均为财年

图 83: 阿里巴巴活跃买家数及季度增量 (百万)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：以上时间均为财年

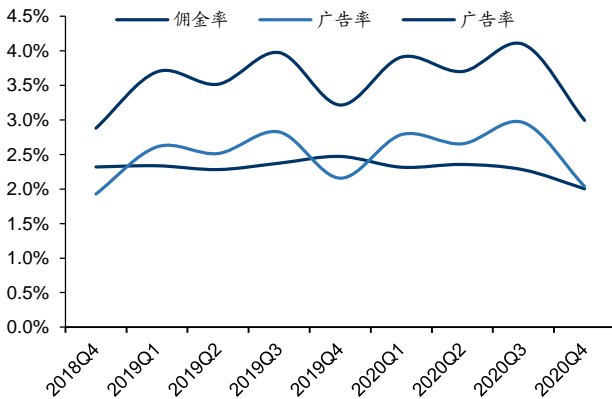
淘宝 GMV 增速下滑，已经体现出了来自拼多多和京东的竞争压力。FY2020，淘宝 GMV 约为 3.39 万亿，同比增长 8.73%，跑输线上零售大盘的增速。对比同期拼多多、京东的表现稍显逊色。

货币化率：一季度有所降低，短期利空不可持续，后续有望反弹。一季度，阿里巴巴客户管理收入为 309 亿，同比增长 2.6%，并未出现前一季度预警的负增长，表现平淡的原因系疫情期间，非自建物流发货短板暴露，商家减少广告预算；电商佣金收入为 145 亿元，同比降低 2%，同期天猫 GMV 同比增长 10%，佣金下滑主要系货币化率降低。我们分析，货币化率降低主要为以下几点原因：

- 1) 商品结构变化: 疫情期间，毛利率较高的服装、彩妆类商品收入显著降低，而毛利率较低的商品 GMV 同比增长了 25%；
- 2) 商户优惠政策: 疫情期间，阿里对天猫商家实行了约半年的服务费豁免政策；
- 3) 对部分品类实行了佣金优惠政策。

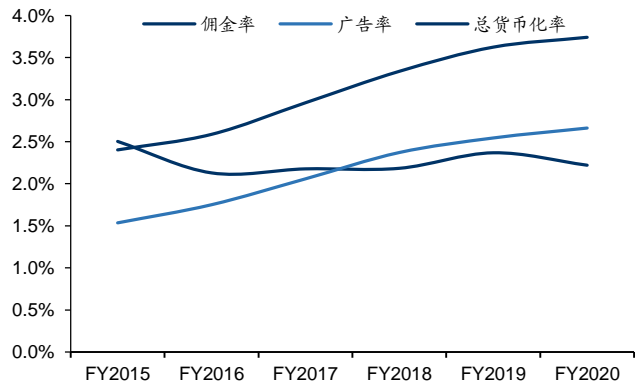
以上三点原因中，1)、2) 均不具有可持续性，我们判断，疫情恢复后，货币化率会有所反弹，这是因为，我们对经济周期的方向判断是向上的，而阿里是中国电子商务领域的旗舰，是顺周期的，它在不断提升 GMV/社零的比重。

图 84: 阿里巴巴季度货币化率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 85: 阿里巴巴年度货币化率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 19: 重点互联网公司估值

代码	证券简称	市值 亿人民币	收盘价 港币	2020E EPS	2021E EPS	2020E PE	2021E PE	PB-LF	评级
9988.HK	阿里巴巴-SW*	43190	220.8	7.30	10.30	28	20	5.7	买入
0700.HK	腾讯控股*	45670	524.5	12.71	15.60	38	31	10.0	买入
9999.HK	网易*	4213	133.8	5.20	6.10	23	20	6.7	买入
3690.HK	美团点评-W*	11221.307	191.7	0.13	1.48	1507	130	11.1	买入
3888.HK	金山软件*	525.06873	38.25	0.62	1.08	61	36	3.4	买入
0268.HK	金蝶国际*	597.46812	17.94	0.08	0.13	230	135	8.9	买入

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (带*为国信证券经济研究所预测, 其余数据为 Wind 一致预期)

电子: 5G 新技术推动手机升级, 疫情过后半导体持续复苏

全球智能手机在 2020 年一季度受到疫情影响, 全球智能手机出货量同比下滑 17%, 从 2019 年第一季度的 3.304 亿台下滑到 2020 年第一季度的 2.748 亿台, 是智能手机行业有史以来最差的季度表现。其中, 苹果 iPhone 的出货量同比下降 9%, 降幅比好于预期, 从 2019 年第一季度的全球 4,310 万部下降到 2020 年第一季度的 3,920 万部。苹果在全球智能手机市场的份额从去年的 13% 上升至 14%。苹果新的 iPhone SE 机型价格较低, 在印度等新兴市场具有更大的影响力, 这有利于苹果在未来几个月内进一步提高销量。

进入二季度, 市场有明显回暖。由于因为新款 iPhone SE 的发布, iPhone 在国内整体出货量快速提升, 4 月国内的销量达到了 390 万台, 环比 3 月份的 156 万部增长 160%。国内手机市场整体呈现回暖之势, 4 月份国内手机出货量 4172 万部, 同比增长 14.2%, 显示出需求的强劲。苹果手机销量的持续回暖也带动了产业链公司的新一轮加单效应。展望三季度, 下半年 5G 新机型的推出, 以及促销带来的热销, 苹果产业链公司的业绩增速有望持续高增长。

虽然受到全球疫情影响, 在 5G 新产业周期带动下产业链企业经营状况环比逐步向上, 产业链情况好于此前的悲观预期。4 月份国内手机出货量 4172 万部, 同比增长 14.2%, 显示出需求的强劲。4 月在新款 iPhone SE 发布推动下, iPhone 在国内整体出货量快速提升, 4 月国内的销量达到了 390 万台, 环比 3 月份 156 万部增长 160%。

其中, 国内 5G 智能手机 2020 年 4 月份国内市场 5G 手机出货量为 1638 万部, 占同期手机出货量的 39.3%。5 月份国内市场 5G 手机出货量达到 1564 万部, 占同期手机出货量的 46.3%。

所以, 我们预计在 5G 手机带动下, 新技术带来创新需求推动智能手机产业链公司基本面将在今年下半年实现回暖。

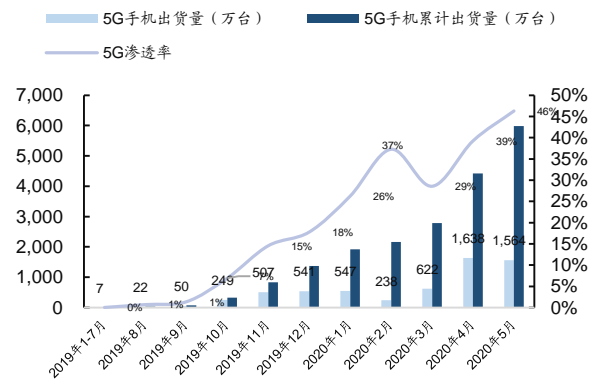
图 86: 20Q1 全球手机销量统计

Vendor	1Q20		1Q19		1Q20-1Q19 Market Growth (%)
	Units	Market Share (%)	Units	Market Share (%)	
Samsung	55,333	18.5	71,621	19.1	-22.7
Huawei	42,499	14.2	58,436	15.6	-27.3
Apple	40,920	13.7	44,569	11.9	-8.2
Xiaomi	27,817	9.3	27,424	7.3	1.4
OPPO	23,949	8.0	29,589	7.9	-19.1
Others	108,621	36.3	143,279	38.2	-24.2
Total	299,138	100.0	374,917	100.0	-20.2

Due to rounding, some figures may not add up precisely to the totals shown.
Source: Gartner (June 2020)

资料来源:Gartner, 国信证券经济研究所整理

图 87: 5G 手机出货量快速增长



资料来源:信通院, 国信证券经济研究所整理

半导体产业的周期性在不同时间段呈现不同的周期长度, 周期波动性呈现减弱趋势。一是需求端向多样化发展, 半导体的需求经历了个人电脑、手机驱动之后, 目前进入 IOT 时代, 很难有手机这种单品出货量达到 14 亿的终端。需求端开始从单一的计算机/手机向其他 IOT 硬件扩展, 单一品种的智能终端变化不足以引起半导体周期变化。二是供给端趋于集中。半导体产业模式从 IDM 转向 Fabless 之后, 半导体制造环节集中度提升。2000 年以前, 全球半导体模式主要是设计、制造、封装测试全做的 IDM 模式, 例如 1998 年半导体行业 IDM 模式市场份额达到 92%, 有 Intel、IBM、三星、AMD、infineon、东芝、ST、NXP、TI 等, 在 IDM 半导体从主导行业产能供给的模式下, IDM 的产能调节会影响半导体市场的供给, 众多 IDM 半导体厂的产能调节出现共振, 同上同下, 周期波动剧烈且持续时间长的概率较高。所以, 在 2000 年之前半导体产业呈现 5-6 年的周期。

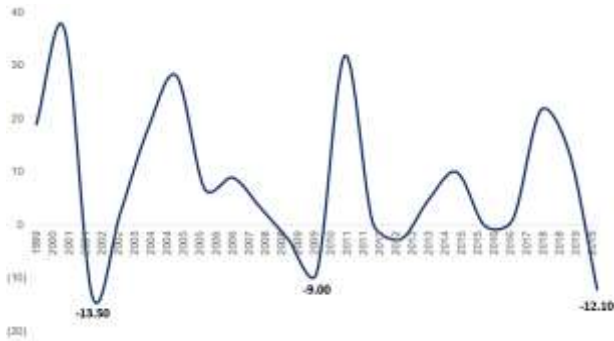
2000 年互联网泡沫破灭之后, 全球科技公司陷入低谷, 重资产的 IDM 模式厂商没有能力持续承担大量的资本开支, 众多 IDM 厂商剥离制造业务, 转型只做设计的 Fabless 模式, 剥离的制造业务重组或兼并成新的独立公司专做 Foundry 模式的代工, 由于半导体制造业具有规模经济性特征, 适合大规模生产, 也造就了代工之王台积电。代工模式下晶圆厂的供给产能开始集中, 供给产能集中到少数几家企业之后, 周期波动减少至 2-3 年, 库存主导半导体周期。

最近 10 年全球半导体经历 2 波周期, 目前正在经历第三个周期。分别是 2010Q1~2014Q3 的 17 个季度周期, 2014Q3~2017Q2 的 14 个季度周期, 2017Q3 至今的第三个周期的下降周期已经持续 9 个季度, 前两个周期下降时间是 6 个季度、11 个季度。

2020Q1 同比增速已经回正, 2020 年 Q1 全球半导体销售同比增长 4.5%, 达到 1046 亿美元。

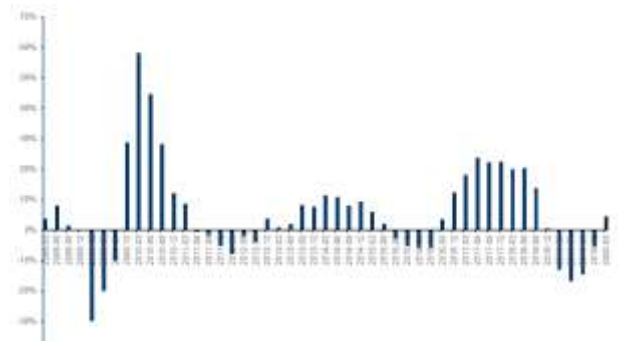
如果没有疫情影响, 未来半导体市场销售额将全面复苏, 标志着新周期的开始。考虑疫情影响, 未来几个季销售额增速可能放缓或负增长, 但是疫情过后, 全球半导体市场将正式进入新增长周期。

图 88: 全球半导体年度销售增速 (%)



资料来源: SIA, 国信证券经济研究所整理

图 89: 全球半导体季度销售增速 (%)



资料来源: SIA, 国信证券经济研究所整理

国内半导体企业投资机会在于贸易战刺激下的加速国产化。呈现两个趋势: 一是国内终端客户尽可能采购国内芯片设计公司产品。二是国内芯片设计公司尽可能地将订单转移至国内半导体代工厂。港股半导体公司明显受益的是中芯国际和华虹半导体, 特别是中芯国际 14nm 已经量产, 能承接除了最高端手机 SOC 芯片之外的其它国内芯片设计公司的大部分订单。

表 20: 重点电子/通信企业估值

代码	简称	市值 亿港元	股价	2018 EPS	2019 EPS	2020 EPS	PE 2018	PE 2019	PE 2020	PB LF	评级
0981.HK	中芯国际*	1,895	33.25	0.23	0.31	0.31	141.5	106.7	108.6	3.9	买入
1347.HK	华虹半导体*	382	29.60	1.34	0.98	0.69	22.1	30.2	42.7	2.2	买入
2018.HK	瑞声科技*	633	52.35	3.55	2.05	1.99	14.7	25.5	26.2	2.9	买入
1810.HK	小米集团-W*	3,433	14.26	0.96	0.47	0.50	14.8	30.2	28.3	3.7	买入
2382.HK	舜宇光学科技*	1,477	134.70	2.60	4.07	4.65	51.8	33.1	29.0	10.5	买入
0552.HK	中国通信服务*	355	5.13	0.48	0.49	0.52	10.7	10.4	9.8	0.9	买入
0788.HK	中国铁塔*	2,746	1.56	0.02	0.03	0.04	76.4	47.1	34.9	1.3	增持

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (*为 国信证券经济研究所预测, 其余数据为 Wind 一致预期)

教育: 把握长期优质赛道的龙头机遇

价值凸显: 上半年超额收益显著。2020 上半年教育板块整体和各个细分板块均取得了良好的绝对和相对收益, 在港股多个行业中名列前茅; 在线教育和高教表现尤其突出, 大幅跑赢指数。教育板块取得较高超额回报的原因在于其兼具成长与确定的配置价值随业绩连续的优异表现逐渐受到市场认可与青睐。

赛道优质: 量价已入长期上升通道。中国人口基数庞大, 但整体受教育程度较低。伴随着近年来高校扩招、鼓励发展职教、提倡终身学习, 未来高教、职教、培训行业市场空间广阔; 同时, 随着互联网、智能手机、平板电脑等基础设施和工具的普及, 在线教育等细分领域也有望进入快速增长阶段。另一方面, 优质教育资源仍然稀缺, 其价值在升学、就业竞争加剧的大背景下愈显珍贵; 这一供需矛盾有望推动行业量价持续上行。

不可或缺: 多维价值服务社会。民办教育至少为社会创造了三方面的价值: 1) 弥补教育经费, 吸引优质人才进入行业, 提升教育质量。2) 职教缓解学生就业压力, 为社会培养应用人才, 为企业精准匹配用工需求。3) K12 教培和兴趣类培训在公办教育外提供多元化补充内容, 满足不同层次和维度的需求。创造社会价值, 是民办教育能在过去不断发展、在未来持续繁荣的根本性原因。

强者恒强: 搭乘龙头扩张快车。教育各个细分赛道龙头竞争优势愈发明显: 高教龙头在办学层次、质量、并购、投后管理能力、独立学院转设等方面的优势使其有望在未来维持稳健增长; 教培、职教龙头则可依托自身在产品端全品类、

全年龄段，渠道端线上线下和 OMO 全覆盖，以及研发端高投入、快迭代等多维度优势巩固存量市场地位，同时下沉到低线城市开发增量市场，不断提升自身市场份额；在线教育受益于疫情期间教学场景转向线上带来的海量流量和对潜在用户的培养作用，实现了跨越式发展，有望更快进入行业爆发期。

综上，我们基于不同细分市场的核心竞争因素重点推荐：

1) 高教板块并购和投后管理能力较强的龙头宇华教育、希望教育、中国科培、新高教、中教控股；享受大湾区长期人口和经济发展红利的中汇集团、华立大学集团。建议关注弹性品种中国新华教育、民生教育。

2) 教培板块能够进行全国布局、线上线下均衡发展的新东方；享受在线教育行业红利的头部公司，好未来、新东方在线、跟谁学等。

3) 职教板块综合优势突出、新老业务有望持续发力的龙头，中国东方教育。

表 21：重点公司盈利预测和估值（截至 2020.6.30）

		市值 (亿元)	股价 (港元)	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1773.HK	天立教育*	102.92	5.43	*0.17	*0.21	*0.24	*29.08	*23.54	*20.60
6068.HK	睿见教育*	59.65	3.19	*0.22	*0.28	*0.33	*13.20	*10.37	*8.80
6169.HK	宇华教育*	194.02	6.36	*0.29	*0.32	*0.32	*19.97	*18.10	*18.10
1765.HK	希望教育*	162.48	2.65	*0.09	*0.12	*0.13	*26.81	*20.11	*18.56
1890.HK	中国科培*	114.04	6.24	*0.30	*0.35	*0.41	*18.94	*16.23	*13.86
2001.HK	新高教集团*	72.07	5.12	*0.30	*0.42	*0.45	*15.54	*11.10	*10.36
0382.HK	中汇集团*	56.56	6.08	*0.26	*0.30	*0.32	*21.29	*18.45	*17.30
1569.HK	民生教育*	40.84	1.06	*0.10	*0.11	*0.11	*9.65	*8.77	*8.77
0839.HK	中教控股*	229.93	12.46	*0.45	*0.54	*0.61	*25.21	*21.01	*18.60
0667.HK	中国东方教*	280.72	14.02	*0.49	*0.58	*0.67	*26.05	*22.01	*19.05
2779.HK	中国新华教*	37.32	2.54	*0.20	*0.27	*0.30	*11.56	*8.57	*7.71
1797.HK	新东方在线	266.88	31.20	-0.35	-0.13	-	-81.34	-212.21	-
1756.HK	华立大学	40.23	3.65	0.25	0.33	0.42	13.29	10.02	8.00
TAL.N	好未来	2902.50	69.95	1.97	3.47	5.02	35.51	20.16	13.93
EDU.N	新东方	1455.32	130.95	3.77	5.13	-	34.73	25.53	-
GSX.N	跟谁学	1013.48	57.25	4.29	8.92	12.01	13.34	6.42	4.77

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测。

注：带*EPS 和 PE 数据为国信证券经济研究所预测值，其余为 Wind 一致预期

纺织服装：看好龙头韧性，分享运动成长

上半年 A 股大盘整体表现好于港股，但港股龙头权重股推动纺服板块取得相对正收益。今年在疫情冲击下，大盘指数与纺织服装板块在 2-3 月都经历了较大的跌幅，而由于海内外疫情发展节奏和资金面差异，A 股相比港股在大盘表现更为领先：

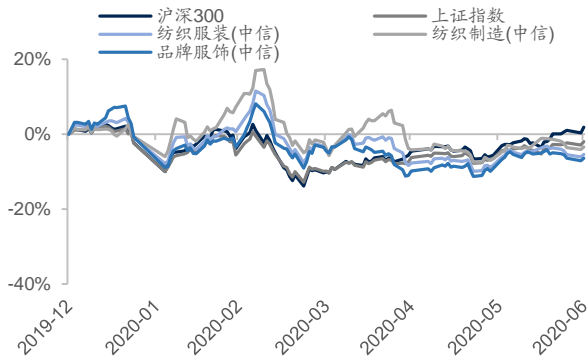
1. A 股大盘最低点 3 月下旬相比年初跌幅在 14% 左右，而纺织服装板块由于部分公司受益口罩防疫物资概念炒作，行业指数表现好于大盘；目前 A 股大盘已经相比年初取得正向收益 2%；
2. 港股在 3 月下旬的最低点相比年初的跌幅在 24% 左右，纺织服装板块与可选消费大部分公司同样属于受损板块，跌幅相较于大盘指数更加显著，最大跌幅达到 33% 左右；目前港股大盘仍有 13% 左右的跌幅。

随着 3 月以来中国疫情受控，5 月以来欧美国国家复工复产，两地市场都进入修复上涨阶段，而纺服板块在港股市场相对收益表现更佳：

1. A 股纺服板块由于前期概念炒作热度消散，大部分公司仍处于疫情受损较大的情况，目前整体表现弱于 A 股大盘指数，相对收益约-7%；
2. 港股纺服板块的主要权重股龙头企业，在疫情中体现出了较强的韧性，使得板块指数整体表现相对港股大盘更加强势，相对收益约 2%。

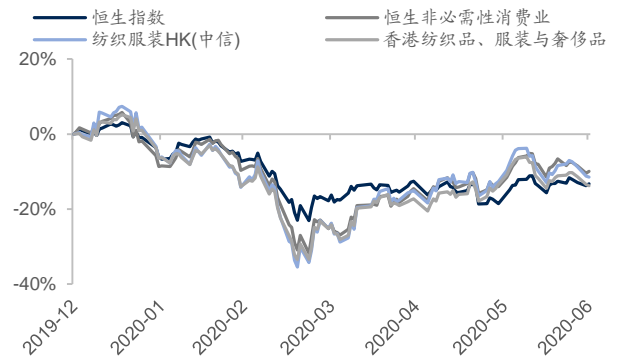
展望国际市场，美国非必需消费品已经取得正收益，台湾纺织制造出口指数也接近收复今年跌幅，港股纺服龙头估值有待进一步修复。美国作为世界最大服装消费市场之一具有众多世界龙头品牌，标普500非必需消费指数目前已经修复跌幅并比年初上涨5%；台湾拥有较多世界龙头纺织服装制造出口企业，纺织指数经过相对较大的跌幅后在5月下旬至今加速修复，目前对年初-5%。

图 90: A 股大盘与板块指数年初至今行情走势



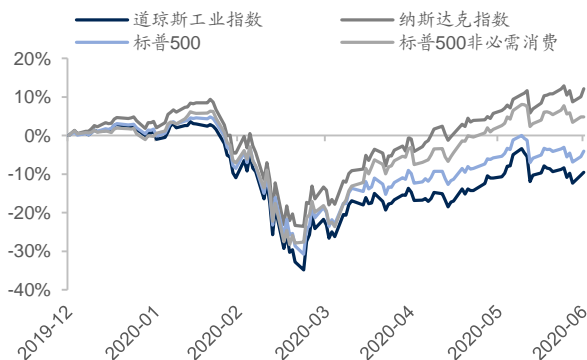
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 91: 港股大盘与板块指数年初至今行情走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 92: 美股大盘与板块指数年初至今行情走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 93: 台股大盘与板块指数年初至今行情走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 94: A 股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数年初至今行情表现

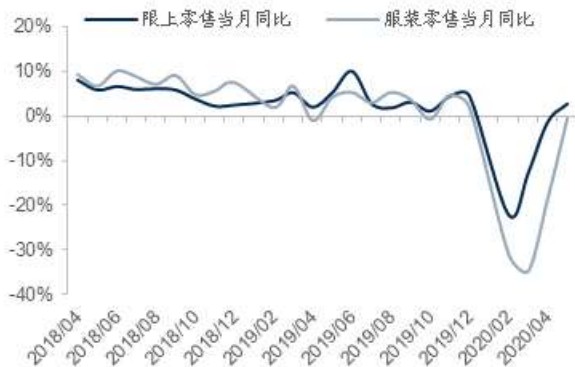
市场	代码	指数	1个月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
A股	C1005017.WI	纺织服装(中信)	3.2%	3.3%	-2.9%	-3.2%	-5.3%
	C1005185.WI	纺织制造(中信)	3.6%	0.7%	-1.7%	-1.0%	-3.2%
	C1005821.WI	品牌服饰(中信)	2.9%	5.1%	-3.7%	-4.4%	-6.5%
	000300.SH	沪深300	7.7%	7.7%	12.2%	3.5%	1.6%
港股	000001.SH	上证指数	4.6%	5.7%	7.7%	-0.7%	-2.1%
	HSCICD.HI	恒生非必需性消费业	4.8%	5.4%	16.9%	-9.6%	-9.9%
	CIHK5017.WI	纺织服装HK(中信)	1.4%	4.3%	15.2%	-11.8%	-11.4%
	887160.WI	香港纺织品、服装与奢侈品	-0.4%	4.3%	12.4%	-13.3%	-13.7%
美股	HSI.HI	恒生指数	6.4%	-0.9%	4.0%	-13.5%	-13.3%
	DJI.GI	道琼斯工业指数	1.7%	4.8%	19.3%	-9.9%	-9.6%
	IXIC.GI	纳斯达克指数	6.0%	12.8%	34.1%	11.7%	12.1%
	SPX.GI	标普500	1.8%	5.5%	22.0%	-4.3%	-4.0%
台股	S5COND.SPI	标普500非必需消费	4.9%	10.4%	33.1%	6.0%	6.6%
	TWII.TW	台湾加权指数	6.2%	7.9%	19.8%	-3.9%	-3.1%
	TW50.TW	台湾50	6.6%	6.7%	16.5%	-6.2%	-5.0%
	TWSE008.TW	台湾纺织指数	8.8%	15.1%	28.3%	-5.3%	-5.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

港股运动龙头逆势收复失地。港股公司中相比年初至今恒生指数-13.3%的收益率，显著跑赢的有受益内需修复的运动龙头安踏体育、李宁和滔搏，相比年初基本持平或取得正收益，收益率高出大盘 13%-20%。美国国际同行中，Nike 和 lululemon 表现较为突出，年初至今分别录得-2.7%和+34.7%的收益率；台股制造出口龙头企业儒鸿、聚阳和丰泰年初至今录得-2%~-15%的收益率。

5 月行业基本达到去年同期持平水准，电商表现好于线下。鞋服消费是可选消费中除汽车和石油以外规模最大的类别，在内需向好的背景下也出现企稳回升的势头。从渠道看，线上回暖快于线下，从品类看，运动回暖好于其他。2/3/4/5 月服装零售当月同比分别为-30.9%/-34.8%/-18.5%/-0.6%，逐月改善趋势与整体社零趋势一致，且差距缩小。1-5 月服装零售累计同比-23.5%，线上好与线下，1-5 月穿类商品网上零售额累计同比-6.8%。从第三方阿里数据观察到，3 月运动服/鞋均已恢复正增长，并且 4-5 月增长进一步加速，分别同增 39.3%/24.9%。

图 95: 限上整体与服装零售额当月同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 96: 限上整体与服装零售额累计同比



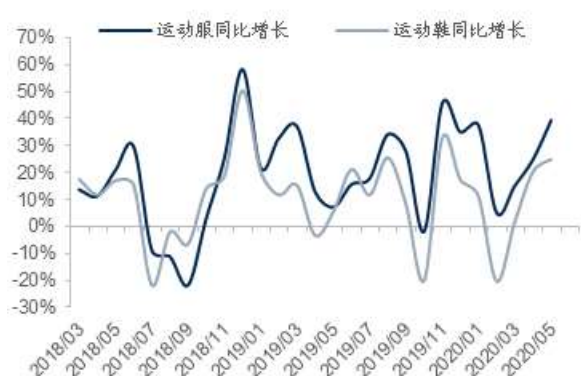
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 97: 网上实物商品与穿类商品累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 98: 运动鞋服阿里线上当月销售额同比增长



资料来源: 阿里第三方数据平台, 国信证券经济研究所整理

复产打击叠加外需拖累，供应链受损蔓延全球。疫情爆发后，中国与海外供应链出现依次受损的情况：

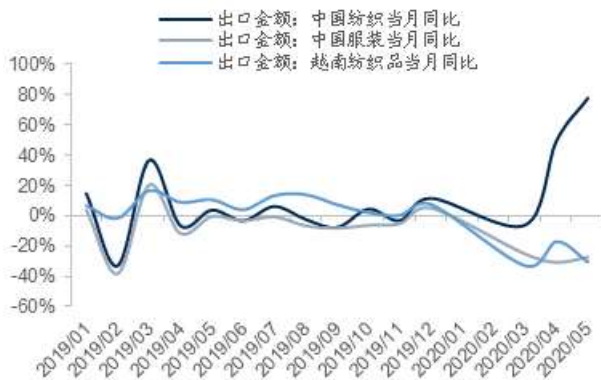
2 月：多项行业指标大幅下滑（纺织品服装出口金额同比-20%左右，出口新订单 PMI 跌至 28.7），而东南亚国家出现小幅替代效应（越南纺织品出口金额当月同比+28%，前值-2%，印尼 PMI 51.9，前值 49.3），但在月底出现较多新闻表示，因中国复工推迟导致东南亚服装生产加工企业的原材料短缺，将影响生产和交付；

3 月：随着疫情发展和中国的复工，中国企业将前期复工耽误的订单追回，而另一方面海外疫情出现扩散的事态（越南纺织品出口金额同比-33%，大幅转跌；中国出口新订单 PMI 上升至 46.4；印尼/越南 PMI 小幅下降至 45.3/41.9）；

4月：海外疫情大面积扩散，多地采取隔离管控措施，需求显著下滑，传导至供应链带来退单潮，部分工厂因疫情扩散停产，部分关厂、放假、裁员。亚洲主要纺织品服装出口国家与地区的制造业 PMI 同时出现大幅下滑（印尼/印度/越南/中国台湾分别为 27.5/27.4/32.7/42.2），中国出口再受外需打击（出口新订单 PMI 为 33.5，前值 46.4），同时棉价也体现了需求冲击（下滑至 1.1 万元/吨，而 1-2 月为 1.3-1.4 万元/吨）。内需回暖对市场景气度提升做出了贡献，但生产景气指数仍在下滑趋势中（柯桥纺织市场景气指数 1090，前值 833；生产景气指数 1089，前值 1117）。

5月：欧美复工复产逐步开启，供应链缓慢恢复，尚未达到景气水平。纺织服装制造产业链主要所在地 PMI 出现小幅回升，其中越南改善较为明显，但总体仍维持低位。（5 月制造业 PMI 印尼/印度/越南/中国台湾分别环比变动 +1.1/+3.4/+10/-0.3），中国出口订单小幅回暖但仍承压（中国出口新订单 PMI 环比 +1.8）。内需回暖对纺织业有一定帮助但仍待继续提升，棉价出现修复上涨趋势但仍处于近年来的相对低位。

图 99：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 100：亚洲纺服主要出口地 PMI 与中国出口新订单 PMI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 101：柯桥纺织景气指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 102：国内与国际棉价趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：龙头业绩确定性估值仍待体现。疫情对行业短期内造成广泛而严重的冲击，不同板块所受影响存在一定差异，而具体个股间的分化明显。我们认为此次冲击对于经营稳健、竞争力突出的公司是进一步拉开竞争地位的契机，也是估值上少有的显著低估的良机。我们重点推荐三条主线：

受益内需回暖，业绩韧性强的运动龙头。我们重点推荐短期业绩稳健，长期成长确定性高的运动板块龙头**李宁、安踏、滔搏**，公司当下基本面已修复至去年同期水平，下半年如期增长趋势确定，但当下估值刚收复去年合理水平，未来业绩的确定性估值仍未体现，下半年估值切换有望继续推动公司实现超额收益；**三季度业绩有望见底回升的制造出口龙头。**海外需求复苏相对滞后，行业供应

链受到重创，建议把握受益集中度提升的制造龙头**申洲国际**，短期国际品牌仍面临库存压力，公司估值尚未收复去年水平，但我们看好公司三季度基本面的见底回升，成为危机后的赢家，建议把握长期投资的买点；

短期受损但明年修复弹性大的优质标的。部分公司本身有较大的成长空间与新业务增长亮点，短期业绩受疫情冲击较大，估值明显偏低，但公司实际财务实力与恢复能力较强，放眼明年有望获得更大的业绩弹性，推荐**波司登、宝胜国际、特步国际**。

表 22: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 人民币元	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
02020	安踏体育	买入	62.55	1.98	2.01	2.73	31.6	31.1	22.9	8.4
02331	李宁	买入	22.50	0.62	0.64	0.82	36.3	35.2	27.4	7.3
06110	滔搏	买入	8.78	0.37	0.44	0.52	23.7	20.0	16.9	5.2
03813	宝胜国际	买入	1.62	0.16	0.09	0.22	10.1	18.0	7.4	1.1
01368	特步国际	买入	2.38	0.29	0.20	0.26	8.2	11.9	9.2	0.9
01361	361度	无评级	0.91	0.21	0.19	0.23	4.3	4.7	3.9	0.3
03818	中国动向	无评级	1.62	0.16	0.10	0.13	10.2	16.2	12.5	1.1
02313	申洲国际	买入	84.11	3.39	3.00	3.78	24.8	28.0	22.3	5.0
00551	裕元集团	无评级	10.85	1.30	0.55	1.29	8.3	19.6	8.4	0.6
02232	晶苑国际	无评级	1.50	0.37	0.42	0.49	4.0	3.6	3.0	0.6
02678	天虹纺织	无评级	5.46	0.97	1.13	1.39	5.6	4.8	3.9	0.7
01234	中国利郎	买入	3.81	0.68	0.63	0.76	5.6	6.0	5.0	1.3
03998	波司登	买入	2.30	0.11	0.12	0.14	20.9	19.2	16.5	2.5
03306	江南布衣	无评级	7.26	0.95	1.07	1.18	7.6	6.8	6.2	2.7
03709	赢家时尚	无评级	7.79	0.69	0.86	1.00	11.2	9.1	7.8	1.7

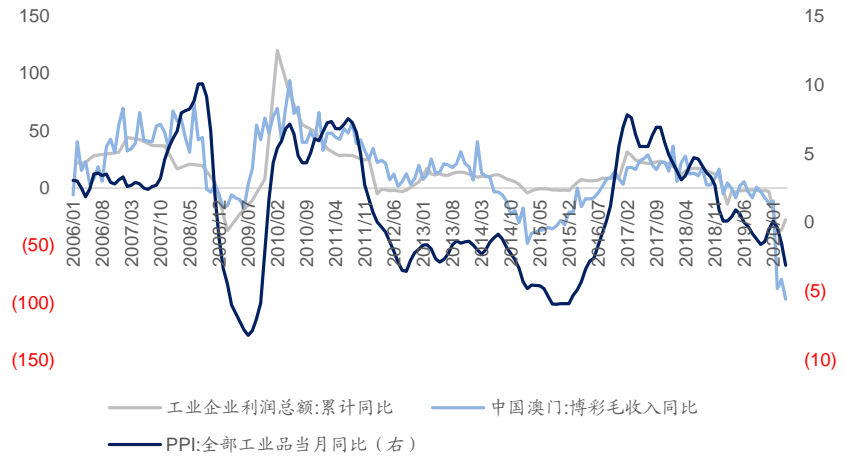
数据来源: wind, 国信证券经济研究所整理, 注: 无评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

博彩: 每一次经济复苏都有良好表现

澳门博彩历史复盘: 毛收入增速波动剧烈, 2019 年出现近 3 年以来的首次负增长。我们统计了自 2006 年至今, 澳门博彩毛收入每个月的同比增速变化, 其受内地经济表现的影响较高且波动剧烈, 单月同比增速最高达到过 93%, 最低达到过-49%。2009 年, 我国财政及货币政策宽松, 使其毛收入增速达到了第一个高峰; 2013-2015 年, 内地经济转型, 澳博毛收入增速显著放缓, 尤其是 2013 年中央加大反腐力度以来, 其收入增速下降幅度变快, 2015 年 2 月, 同比增速为-49%, 创下近 14 年以来的最低水平。2016 年以来, 伴随着 PPI 指数及同业企业利润总额同比增速的回升, 澳博毛收入增速开始回升, 2018 年港澳珠江大桥的开通, 在交通上刺激了赴澳游客数量的增长, 带动了同年 11 月-12 月毛收入增速的回升。2019 年以来, 宏观经济式微, 澳门博彩毛收入同比增速呈现波动下滑态势。

内地经济的兴衰与澳门博彩业毛收入同比增速呈现出较高的相关性。我们选择代表制造工业的 PPI 全部工业品、工业企业利润累计额同比, 与澳门博彩毛收入的同比增速进行比较, 数据显示, 自 2006 年以来, 三者基本保持同步变动。同时, 内地商品房销售面积同比增速, 约领先澳门博彩增速 4 个季度。我们认为, 背后逻辑为经济复苏及房价上涨, 将带来一定的财富效应, 驱动赴澳旅游游客数及客单价同时增长。

图 103: 澳门博彩毛收入 VS PPI VS 工业企业利润总额同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 104: 澳门博彩毛收入 VS 商品房销售面积同比增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 23: 重点餐饮旅游公司估值

代码	公司	行业	市值	PB	PE20	PE21	股息率	负债率	19ROE	20ROE	21ROE	ROE/PB
1928.HK	金沙中国有限公司	餐饮旅游	2,564	7.41	91.3	17.1	4.8%	69%	45.9%	7.6%	43.6%	1.0%
6862.HK	海底捞	餐饮旅游	1,807	15.24	87.4	35.7	0.2%	46%	24.4%	14.8%	29.7%	1.0%
0027.HK	银河娱乐	餐饮旅游	2,372	3.22	48.6	19.4	1.6%	25%	19.2%	6.6%	14.9%	2.0%
0069.HK	香格里拉(亚洲)	餐饮旅游	242	0.50	0.0	0.0	2.7%	53%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
0880.HK	澳博控股	餐饮旅游	508	1.75	585.6	24.6	3.3%	52%	11.3%	0.6%	7.8%	0.3%
1128.HK	永利澳门	餐饮旅游	726	36.52	-63.9	8.2	4.7%	95%	288.5%	3.3%	640.1%	0.1%
2282.HK	美高梅中国	餐饮旅游	383	3.66	-39.9	24.5	1.0%	71%	19.9%	-10.7%	15.5%	-2.9%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (带*为国信证券经济研究所预测, 其余数据为 Wind 一致预期)

风险提示

宏观经济复苏低于预期的风险, 疫情反复的风险, 中美贸易关系的不确定性, 科技战的风险。

表 24: 覆盖公司一览

代码	简称	市值 (亿港元)	股价	2019 EPS	2020 EPS	PE 2019	PE 2020	PB	评级	一级行业
3377.HK	远洋集团	156	2.05	0.71	0.85	2.9	2.4	0.3	增持	地产建筑业(HS)
1628.HK	禹洲集团	192	3.68	0.78	0.95	4.7	3.9	0.8	增持	地产建筑业(HS)
3380.HK	龙光集团	825	14.94	2.21	2.43	6.7	6.1	2.2	买入	地产建筑业(HS)
0884.HK	旭辉控股集团	575	7.08	0.90	1.14	7.88	6.2	1.71	买入	地产建筑业(HS)
1238.HK	宝龙地产	224	5.41	1.10	0.92	4.92	5.9	0.63	买入	地产建筑业(HS)
3333.HK	中国恒大	3,368	25.80	3.42	3.76	7.55	6.9	2.07	买入	地产建筑业(HS)
1638.HK	佳兆业集团	202	3.31	0.51	1.07	6.47	3.1	0.70	买入	地产建筑业(HS)
2007.HK	碧桂园	2,270	10.38	1.96	2.31	5.29	4.5	1.34	买入	地产建筑业(HS)
1109.HK	华润置地	2,314	32.45	5.04	3.66	6.44	8.9	1.19	买入	地产建筑业(HS)
1813.HK	合景泰富集团	466	14.68	1.59	1.93	9.24	7.6	1.17	买入	地产建筑业(HS)
3301.HK	融信中国	129	7.55	2.05	2.54	3.68	3.0	0.70	买入	地产建筑业(HS)
0960.HK	龙湖集团	2,317	38.65	2.85	3.44	13.56	11.2	2.21	买入	地产建筑业(HS)
1918.HK	融创中国	1,787	38.35	6.56	7.98	5.84	4.8	1.93	买入	地产建筑业(HS)
2688.HK	新奥能源	1,025	91.00	4.98	5.86	18.3	15.5	3.5	买入	公用事业(HS)
0384.HK	中国燃气	1,341	25.70	1.40	1.62	18.4	15.9	3.4	买入	公用事业(HS)
1600.HK	天伦燃气	59	5.88	1.14	1.46	5.2	4.0	1.4	买入	公用事业(HS)
0371.HK	北控水务集团	320	3.19	0.82	0.00	3.9	5.9	1.0	买入	公用事业(HS)
0855.HK	中国水务	90	5.62	0.74	0.87	7.6	6.5	1.1	买入	公用事业(HS)
1299.HK	友邦保险	9,062	74.95	4.57	5.66	16.4	13.2	2.0	买入	金融业(HS)
0966.HK	中国太平	497	13.82	2.15	2.58	6.43	5.4	0.65	增持	金融业(HS)
2328.HK	中国财险	1,570	7.06	1.19	1.22	5.91	5.8	0.83	买入	金融业(HS)
1658.HK	邮储银行	4,414	4.54	0.78	0.89	5.83	5.1	0.60	买入	金融业(HS)
1530.HK	三生制药	273	10.76	0.44	0.55	24.5	19.6	2.5	买入	医疗保健业(HS)
3320.HK	华润医药	290	4.61	0.59	0.69	7.8	6.7	0.7	买入	医疗保健业(HS)
1177.HK	中国生物制药	1,872	14.88	0.24	0.33	61.7	45.3	5.4	买入	医疗保健业(HS)
2269.HK	药明生物	1,835	140.90	0.85	1.18	164.8	119.0	12.9	买入	医疗保健业(HS)
0874.HK	白云山	568	21.40	1.83	2.09	11.7	10.2	1.3	买入	医疗保健业(HS)
2607.HK	上海医药	526	13.60	1.85	2.10	7.4	6.5	0.8	买入	医疗保健业(HS)
0570.HK	中国中药	194	3.85	0.33	0.45	11.7	8.6	1.0	买入	医疗保健业(HS)
2005.HK	石四药集团	161	5.30	0.32	0.37	16.7	14.2	3.2	买入	医疗保健业(HS)
1558.HK	东阳光药	68	15.44	1.56	1.94	9.9	8.0	1.4	买入	医疗保健业(HS)
1093.HK	石药集团	1,106	14.78	0.69	0.84	21.4	17.5	5.4	买入	医疗保健业(HS)
1548.HK	金斯瑞生物科技	309	16.14	-0.39	-0.85	-41.6	-18.9	10.4	买入	医疗保健业(HS)
0950.HK	李氏大药厂	24	4.12	0.42	0.47	9.8	8.8	1.1	买入	医疗保健业(HS)
1302.HK	先健科技	103	2.39	0.03	0.05	79.7	47.8	8.0	买入	医疗保健业(HS)
2666.HK	环球医疗	85	4.93	0.99	1.10	5.0	4.5	0.8	买入	金融业(HS)
1368.HK	特步国际	64	2.55	0.32	0.31	8.0	8.3	0.8	买入	非必需性消费(HS)
2313.HK	中洲国际	1,410	93.80	3.72	3.86	25.2	24.3	5.0	买入	非必需性消费(HS)
2020.HK	安踏体育	1,888	69.85	2.18	2.30	32.1	30.4	8.4	买入	非必需性消费(HS)
1234.HK	中国利郎	52	4.31	0.74	0.69	5.80	6.2	1.28	买入	非必需性消费(HS)
6110.HK	滔搏	616	9.94	0.41	0.49	24.5	20.2	5.3	买入	非必需性消费(HS)
2331.HK	李宁	632	25.55	0.66	0.71	38.8	35.9	8.0	买入	非必需性消费(HS)
3813.HK	宝胜国际	98	1.83	0.18	0.12	10.4	15.2	1.2	买入	非必需性消费(HS)
6068.HK	睿见教育	67	3.28	0.20	0.24	16.6	13.6	2.6	买入	非必需性消费(HS)
2001.HK	新高教集团	77	5.00	0.27	0.33	18.2	15.2	2.8	买入	非必需性消费(HS)
1569.HK	民生教育	47	1.11	0.11	0.11	10.1	10.1	1.1	买入	非必需性消费(HS)
6169.HK	宇华教育	222	6.66	0.16	0.32	40.5	21.0	5.5	买入	非必需性消费(HS)
1773.HK	天立教育	124	5.98	0.14	0.19	41.97	32.1	4.56	买入	非必需性消费(HS)
1765.HK	希望教育	175	2.61	0.08	0.10	34.02	26.5	3.45	买入	非必需性消费(HS)
2779.HK	中国新华教育	42	2.60	0.18	0.22	14.83	11.9	1.43	买入	非必需性消费(HS)
0839.HK	中教控股	247	12.24	0.32	0.49	38.51	24.8	3.26	买入	非必需性消费(HS)
0667.HK	中国东方教育	300	13.70	0.43	0.54	32.05	25.5	4.40	买入	非必需性消费(HS)
1890.HK	中国科培	129	6.45	0.25	0.33	25.6	19.6	4.1	买入	非必需性消费(HS)
0700.HK	腾讯控股	50,109	524.50	10.85	13.70	48.3	38.3	10.0	买入	资讯科技业(HS)
9988.HK	阿里巴巴-SW	47,388	220.80	6.79	8.00	32.5	27.6	5.7	买入	资讯科技业(HS)
3690.HK	美团点评-W	11,221	191.70	0.42	0.15	460.33	1,249.5	###	买入	资讯科技业(HS)
9999.HK	网易-S	4,623	133.80	7.16	5.70	18.7	23.5	6.7	买入	资讯科技业(HS)
3888.HK	金山软件	525	38.25	-1.24	0.68	-30.9	56.3	3.4	买入	资讯科技业(HS)

0268.HK	金蝶国际	597	17.94	0.12	0.09	148.8	1.4	8.9	买入	资讯科技业(HS)
0354.HK	中国软件国际	118	4.49	0.33	0.41	13.7	11.1	1.6	增持	资讯科技业(HS)
2280.HK	慧聪集团	17	1.30	0.32	0.44	4.1	3.0	0.4	买入	资讯科技业(HS)
1980.HK	天鸽互动	13	1.04	0.34	0.34	3.06	3.1	0.43	增持	资讯科技业(HS)
1806.HK	汇付天下	32	2.50	0.30	0.38	8.45	6.5	1.41	买入	资讯科技业(HS)
2357.HK	中航科工	224	3.60	0.26	0.31	13.69	11.7	1.08	买入	工业(HS)
2018.HK	瑞声科技	633	52.35	1.97	2.41	26.54	21.7	2.93	买入	工业(HS)
1810.HK	小米集团-W	3,433	14.26	0.44	0.44	32.5	32.5	3.7	买入	资讯科技业(HS)
2382.HK	舜宇光学科技	1,477	134.70	3.99	5.15	33.8	26.2	10.5	买入	工业(HS)
0981.HK	中芯国际	1,895	33.25	0.31	0.27	108.7	121.4	3.9	买入	资讯科技业(HS)
1347.HK	华虹半导体	382	29.60	1.01	0.70	29.37	42.4	2.21	买入	资讯科技业(HS)
0788.HK	中国铁塔	2,746	1.56	0.03	0.05	47.4	28.5	1.3	增持	电讯业(HS)
0877.HK	昂纳科技集团	44	5.26	0.35	0.31	15.0	17.1	1.9	买入	资讯科技业(HS)
2488.HK	元征科技	17	3.99	0.32	0.42	12.5	9.5	2.0	买入	工业(HS)
0552.HK	中国通信服务	355	5.13	0.55	0.62	9.4	8.2	0.9	买入	资讯科技业(HS)
2051.HK	51 信用卡	6	0.51	0.92	1.21	0.6	0.4	0.2	买入	金融业(HS)
3998.HK	波司登	271	2.52	0.15	0.20	16.4	12.8	2.4	买入	非必需性消费(HS)
2689.HK	玖龙纸业	348	7.41	0.90	0.98	8.2	7.6	0.8	买入	原材料业(HS)
0382.HK	中汇集团	60	5.93	0.23	0.28	25.8	20.8	3.1	买入	非必需性消费(HS)

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032